

2023年03月30日

证券研究报告·公司研究报告

康缘药业 (600557) 医药生物

当前价: 29.41 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 引领中药创新，产品矩阵持续丰富

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 主力品种奠定基础，热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液有望成为过 10 亿品种，金振口服液保持双位数高增。2) 强化非注射剂业务布局，培养二线梯队潜力品种，预期 2023 年非注射剂产品同比增速不低于 23%。3) 研发实力雄厚，在研管线丰富，1-2 项中药 III 期临床项目有望在 2023 年获批。
- 打造热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液、金振口服液三个核心大品种，为公司销售规模稳定增长打造强壮根基。** 1) 热毒宁注射液：专人专做，提升急诊、呼吸等成人科室市场份额，2022 年该品销售规模恢复性增长，销售额有望迅速恢复至 10 亿规模；2) 银杏二萜内酯葡胺注射液：牢固确立银杏二萜内酯葡胺注射液作为首个特异性 PAF 受体拮抗剂的新药品牌地位，强化与其它银杏类制剂品种的学术阶层区隔，并整改低消化医院，未来该品有望成长为 10 亿规模大单品；3) 金振口服液：充分利用独家基药品种、儿童药品的优势加快医院终端开发工作，重点开发高端综合医院、专科医院和县区级综合人民医院。2022 年首次销售规模达 10 亿元，未来该品有望保持双位数高增长。
- 强化非注射剂业务布局，培养二线梯队潜力品种。** 2022 年颗粒剂、冲剂的收入同比增长 104.5%，主要系杏贝止咳颗粒、散寒化湿颗粒销售额上升所致；凝胶剂的收入同比增长 417.7%，主要系报告期内筋骨止痛凝胶销售额增长所致。根据公司股权激励目标，即以公司 2022 年非注射剂产品营业收入为基数，2023 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 23%，公司将非注射剂产品收入增速设置为解锁条件之一，表明公司对非注射剂销售额增长的信心。
- 研发实力雄厚，在研管线丰富，为公司未来长期发展奠定基础。** 2022 年公司持续加码创新研发，研发费用为 6.1 亿元，同比增长 21.2%，研发费率为 13.9%，研发费用率远高于可比公司。公司创新研发实力强劲，截至 2022 年末公司获得发明专利授权 571 件，拥有中药新药 54 个、化学药新药 9 个，在国内中药企业中处于领先地位。在上市中药新药中，银翘清热片获批首个 1.1 类新药、苓桂术甘颗粒获批首个 3.1 类新药。截至 2022 年末有 19 个在研项目，其中有 15 个中药项目（1 项获批注册批件、3 项 III 期临床、8 项 II 期临床、1 项 I 期临床、2 项上市后临床研究）；3 个化药项目（1 项申报临床、2 项 II 期临床）；1 个生物制品（I 期临床）。1-2 项中药 III 期临床项目有望在 2023 年获批。
- 盈利预测:** 公司是优秀的现代化创新型中药企业，主力品种持续放量，新药研发逐步兑现，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 5.5/7.8/8.2 亿元，对应增速分别为 25.9%/28.5%/16.9%。
- 风险提示:** 药品降价预期风险；疫情复发风险；研发失败的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4350.87	5383.86	6514.00	7563.26
增长率	19.25%	23.74%	20.99%	16.11%
归属母公司净利润 (百万元)	434.47	546.92	702.97	822.07
增长率	35.54%	25.88%	28.53%	16.94%
每股收益 EPS (元)	0.74	0.94	1.20	1.41
净资产收益率 ROE	8.96%	10.19%	11.52%	11.89%
PE	37	29	23	19
PB	3.23	2.91	2.57	2.26

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.85
流通 A 股(亿股)	5.76
52 周内股价区间(元)	12.12-30.18
总市值(亿元)	171.93
总资产(亿元)	59.85
每股净资产(元)	7.66

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 康缘药业：现代中药，康缘智造</b> .....	<b>1</b>
1.1 优秀的现代化创新型中药企业，40余年积淀硕果累累.....	1
1.2 股权结构稳定，股权激励彰显信心.....	3
1.3 疫后业绩恢复性增长，产品结构持续优化.....	5
<b>2 独家品种众多，银杏二萜内酯葡胺注射液、热毒宁注射液和金振口服液三大品种奠定基础</b> .....	<b>7</b>
2.1 银杏二萜内酯葡胺注射液：降价后放量显著，数千万脑卒中患者潜在受益.....	8
2.2 呼吸系统中成药市场空间广阔，热毒宁注射液和金振口服液两大优势品种强势发力.....	13
<b>3 中药创新步入新时代，持续加码中药新药研发和国际化</b> .....	<b>19</b>
3.1 公司持续加码新药研发，中药创新步入新时代.....	19
3.2 公司中药新药研发步入收获期，近6年获批上市的27款中药新药中独占4款.....	23
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>28</b>
4.1 盈利预测.....	28
4.2 相对估值.....	30
<b>5 风险提示</b> .....	<b>30</b>

## 图 目 录

图 1: 康缘药业园区.....	1
图 2: 康缘药业发展历程.....	1
图 3: 康缘药业股权结构图 (截至 2022 年末) .....	4
图 4: 2015 年-2022 年营业总收入及其同比增速.....	5
图 5: 2015 年-2022 年归母净利润及其同比增速.....	5
图 6: 2017 年-2022 年收入结构 (按产品类别分) .....	6
图 7: 2017 年-2022 年非注射剂收入及其同比增速.....	6
图 8: 2015 年-2022 年公司毛利率和净利率.....	6
图 9: 2015 年-2022 年各产品类别毛利率.....	6
图 10: 2017 年-2022 年四费率情况.....	7
图 11: 2003 年-2019 年我国农村及城市脑血管病粗死亡率.....	8
图 12: 2015 年-2022 年中国脑卒中患病人数及增速.....	8
图 13: PAFR 拮抗剂治疗缺血性脑卒中.....	9
图 14: 毒性成分控制远优于国际标准.....	9
图 15: 药物经济学评价 (1000 例): 提高患者生命质量方面显著优于进口药物金纳多.....	9
图 16: 2017 年-2022 年银杏二萜内酯葡胺注射液中标均价.....	12
图 17: 2017 年-2022 年银杏二萜内酯葡胺注射液销售量情况.....	13
图 18: 2017 年-2022 年银杏二萜内酯葡胺注射液销售额情况.....	13
图 19: 2022H1 中国公立医疗机构终端中成药大类销售占比.....	14
图 20: 2021 年中国城市实体药店终端中成药大类销售占比.....	14
图 21: 2015 年-2022E 呼吸系统疾病中成药市场规模.....	14
图 22: 2021 年中国呼吸系统疾病中成药销售大类占比.....	14
图 23: 2017 年-2022 年热毒宁注射液中标省份数量及中标均价.....	16
图 24: 2017 年-2022 年热毒宁注射液销售量情况.....	17
图 25: 2017 年-2022 年热毒宁注射液销售额情况.....	17
图 26: 新型冠状病毒首次转阴时间 (天) .....	18
图 27: 新冠病毒感染患儿住院时间 (天) .....	18
图 28: 2017 年-2022 年金振口服液中标省份数量及中标均价 (元/支) .....	18
图 29: 2017 年-2022 年金振口服液销售量情况.....	19
图 30: 2017 年-2022 年金振口服液估算销售额情况.....	19
图 31: 2018 年-2022 年公司研发费用及研发费用率情况.....	20
图 32: 2017 年-2022 年国内中药新药获批数量.....	22
图 33: 筋骨止痛凝胶包装示意图.....	24
图 34: 我国膝关节炎的患病率情况.....	25
图 35: 2016 年-2022 年中国城市实体药店骨骼肌肉系统中成药销售额.....	26
图 36: 2022 年中国城市零售药店骨骼肌肉疾病中成药亚类 销售占比.....	26
图 37: 2016 年-2022 年中国城市实体药店感冒中成药销售额.....	27
图 38: 2022 年中国城市实体药店感冒中成药通用名销售额占比.....	27
图 39: 散寒化湿颗粒产品图片.....	28
图 40: 散寒化湿颗粒来自五大经典名方.....	28

## 表 目 录

表 1: 康缘药业核心产品矩阵.....	2
表 2: 康缘药业高管团队.....	4
表 3: 公司首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标.....	5
表 4: 公司三大主要品种.....	7
表 5: 银杏二萜内酯葡胺注射液竞品分析.....	10
表 6: 银杏二萜内酯葡胺注射液所获奖项.....	11
表 7: 热毒宁注射液所获荣誉.....	14
表 8: 热毒宁注射液 VS 磷酸奥司他韦颗粒 (胶囊) 试验对比分析结论.....	15
表 9: 儿童流感常用对症用药中成药的适应症及用法用量 (部分).....	16
表 10: 金振口服液所获荣誉.....	17
表 11: 可比公司研发费用及研发费用率.....	20
表 12: 公司中药新药和化药新药在研管线.....	21
表 13: 2022 年呈交监管部门审批、通过审批的药 (产) 品情况.....	21
表 14: 2017-2022 年获批的中药新药.....	22
表 15: 筋骨止痛凝胶 III 期临床试验主要疗效指标和次要疗效指标.....	24
表 16: 筋骨止痛凝胶安全性评价数据.....	25
表 17: 银翘清热片 III 期临床试验.....	26
表 18: 分剂型收入及毛利率.....	29
表 19: 可比公司估值 (截至 2023 年 3 月 27 日).....	30
附表: 财务预测与估值.....	31

# 1 康缘药业：现代中药，康缘智造

## 1.1 优秀的现代化创新型中药企业，40 余年积淀硕果累累

康缘药业是优秀的现代化创新型中药企业，坚持创新驱动，以中医药发展为主体，并积极布局化学药、生物药等领域。1975 年连云港中药厂成立，2002 年公司在上交所上市，发展至今 40 余年，硕果累累。公司是国家技术创新示范企业、国家重点高新技术企业、国家创新型试点企业、国家知识产权示范企业，全国制药工业百强企业。公司整体科研及技术开发能力较强，引领国内中药创新药发展，随着中药智能化提取精制工厂、现代中药智能化固体制剂工厂等现代化中药工厂的建成和投入使用，研发创新快速推进，公司已经迈入现代化创新型中药企业新篇章。截至 2022 年末，公司先后获批中药新药 54 个，化药新药 9 个，获得发明专利授权 571 件。

图 1：康缘药业园区



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：康缘药业发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主要产品线聚焦呼吸与感染疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。1) 呼吸与感染疾病产品线的代表品种有金振口服液、热毒宁注射液、杏贝止咳颗粒、散寒化湿颗粒、银翘清热片、银翘解毒软胶囊等；2) 妇科产品线的代表品种有桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊等；3) 心脑血管产品线的代表品种有银杏二萜内酯葡胺注射液、天舒胶囊、天舒片、龙血通络胶囊、通塞脉片、益心舒片、大株红景天胶囊、苈蓉总苷胶囊等；4) 骨伤科产品线的代表品种有复方南星止痛膏、腰痹通胶囊、筋骨止痛凝胶、七味通痹口服液、淫羊藿总黄酮胶囊等；5) 其他：同时还拥有具有补肾健脾、活血利湿功效的参乌益肾片，治疗小儿多发性抽动症的九味熄风颗粒，具有补血养气、固本止汗功效的黄芪精口服液等药品。

截至 2022 年末，公司共有 43 个品种纳入国家基本药物目录，108 个品种纳入国家医保目录。主要产品中，金振口服液、杏贝止咳颗粒、桂枝茯苓胶囊、腰痹通胶囊、复方南星止痛膏、银翘解毒软胶囊 6 个独家品种已被纳入国家基本药物目录，热毒宁注射液、金振口服液、杏贝止咳颗粒、天舒胶囊、龙血通络胶囊、银杏二萜内酯葡胺注射液、桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊、通塞脉片等 24 个独家品种已被纳入国家医保目录。

表 1：康缘药业核心产品矩阵

主要治疗领域	药品名称	适应症	上市时间	注册分类	国家医保类别	是否独家	基药情况
妇科	桂枝茯苓胶囊	活血，化瘀，消癥。用于妇人瘀血阻络所致癥块、经闭、痛经、产后恶露不尽；子宫肌瘤，慢性盆腔炎包块，痛经，子宫内膜异位症，卵巢囊肿见上述证候者；也可用于女性乳腺囊性增生病属瘀血阻络证，症见乳房疼痛、乳房肿块、胸胁胀闷；或用于前列腺增生属瘀阻膀胱证，症见小便不爽、尿细如线、或点滴而下、小腹胀痛者。	2002.04	原中药四类	甲类	是	国家 18 版
	散结镇痛胶囊	软坚散结,化痰定痛。用于子宫内膜异位内膜异位症(瘀痰互结兼气滞证)所致的继发性痛经、月经不调、盆腔包块、不孕、子宫内膜异位症见上述证候者。	2003.12	原中药三类	乙类	是	否
骨科	筋骨止痛凝胶	活血理气，祛风除湿，通络止痛。	2020.04	中药六类	乙类	是	否
	腰痹通胶囊	活血化瘀，祛风除湿，行气止痛。用于血瘀气滞、脉络闭阻所致腰痛，症见腰腿疼痛，痛有定处，痛处拒按，轻者俯仰不便，重者剧痛不能转侧；腰椎间盘突出出症见上述证候者。	2001.03	原中药三类	甲类	是	国家 18 版
	抗骨增生胶囊	补腰肾、强筋骨、活血止痛。用于骨性关节炎肝肾不足、瘀血阻络证，症见关节肿胀、麻木、疼痛、活动受限。	1998	原中药四类	乙类	否	否
	复方南星止痛膏	散寒除湿，活血止痛。用于骨性关节炎属寒湿瘀阻症，症见：关节疼痛、肿胀、功能障碍，遇寒加重，舌质暗淡或瘀斑。	1997	原中药三类	甲类	是	国家 12 版
呼吸与感染疾病	银翘清热片	用于外感风热型普通感冒的治疗。	2021.11	中药一类	乙类	是	否
	热毒宁注射液	清热、疏风、解毒。用于外感风热所致感冒、咳嗽，症见高热、微恶风寒、头痛身痛、咳嗽、痰黄；上呼吸道感染、急性支气管炎见上述证候者。	2005.05	原中药二类	乙类	是	否
	金振口服液	本品具有清热解毒，祛痰止咳的功能。用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者，表现为发热、咳嗽、咳吐黄痰、咳吐不爽、舌质红、苔黄腻等。	1997	原中药三类	乙类	是	国家 18 版

主要治疗领域	药品名称	适应症	上市时间	注册分类	国家医保类别	是否独家	基药情况
	杏贝止咳颗粒	清宣肺气，止咳化痰。用于外感咳嗽属表寒里热证，症见微恶寒、发热、咳嗽、咯痰、痰稠质粘、口干苦、烦躁等。	2005.11	中药六类	乙类	是	国家18版
	散寒化湿颗粒	散寒化湿、宣肺透邪、辟秽化浊、解毒通络。用于寒湿郁肺所致疫病，症见发热，乏力，周身酸痛，咳嗽，咯痰，胸闷憋气，纳呆，恶心，呕吐，腹泻，大便粘腻不爽；舌质淡胖齿痕或淡红，舌苔白厚腻、或腐腻，脉滑或濡。	2022.10	中药3.2类	/	是	否
心脑血管	银杏二萜内酯葡胺注射液	活血通络。用于中风病中经络(轻中度脑梗死)恢复期痰瘀阻络证，症见半身不遂。口舌歪斜，言语謇涩，肢体麻木等。	2012.10	中药五类	乙类	是	否
	天舒胶囊	活血平肝，通络止痛。用于血瘀阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕肋痛、失眠烦躁，舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛见上述症候者。	2005.03	原中药三类	甲类	是	否
	通塞脉片	活血通络、益气养阴。用于轻中度动脉粥样硬化性血栓性脑梗死(缺血性中风中经络)恢复期气虚血瘀证，症状表现为半身不遂、偏身麻木、口眼歪斜、言语不利、肢体感觉减退或消失等；用于血栓性脉管炎(脱疽)的毒热证。	1982	原中药三类	乙类	是	否
	龙血通络胶囊	活血化瘀，温经通络。用于中风(脑血栓)恢复期(一年内)半身不遂，肢体麻木。	2013.07	中药五类	乙类	是	否
	苁蓉总苷胶囊	补肾益髓，健脑益智。用于髓海不足证的轻中度血管性痴呆。症见脑血管病后出现的认知功能损伤表现的智力减退、思维迟钝、健忘、注意力不集中、语言能力和判断力降低、个性改变、日常生活能力的减退、表情呆板、善惊易恐、倦怠思卧、腰膝酸软、脑转耳鸣等。	2005	中药五类	/	是	否
泌尿系统疾病	参乌益肾片	补肾健脾，活血利湿。用于改善慢性肾小球肾炎所致的慢性肾衰竭(代偿期、失代偿期和衰竭期)非透析患者气阴两虚兼湿浊证患者出现的恶心、呕吐、食少纳呆、口干咽燥、大便干结等。	2010.01		乙类	是	否
儿科	九味熄风颗粒	滋阴平肝，熄风化痰，用于轻中度小儿多发性抽动症属中医肾阴亏损，肝风内动证者。症见头痛，五官及肢体不自主抽动，喉中发出异常声音，舌红苔少，脉细弦。	2012	中药六类	乙类	是	否

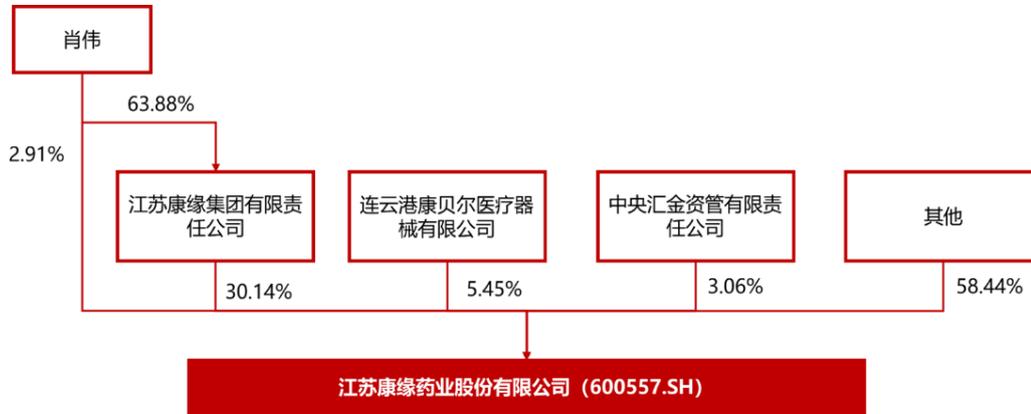
数据来源：公司年报，药智网，米内网，西南证券整理

## 1.2 股权结构稳定，股权激励彰显信心

实际控制人为肖伟董事长，直接和间接持股约 22.16%。院士领衔，专业化高管团队，稳定性强，协同度高。公司董事长肖伟 2021 年当选中国工程院院士，在中药新药创制、生产过程质控、智能制造领域潜心研究 30 余年，为提升我国中成药、天然药物研发和制造技术水平做出重大贡献，享受国务院政府特殊津贴。肖院士担任“973”首席科学家，获国家技术发明二等奖 1 项（排名第 1）、国家科技进步二等奖 2 项（排名第 1、2）、省部级科技进步一等奖 5 项（均排名 1）；获何梁何利基金科学与技术创新奖、光华工程科技奖；荣获全国创新争先奖、全国五一劳动奖章、全国优秀科技工作者、全国抗击新冠肺炎疫情先进个人。高管团队分工明确，研发、营销、财务角色齐全，均已在各自领域深耕 20 余年，专业化程

度高，且大多已进入公司工作 20 余年，对公司业务和发展了如指掌，团队协同度高，配合默契。

图 3：康缘药业股权结构图（截至 2022 年末）



数据来源：Wind，西南证券整理

表 2：康缘药业高管团队

姓名	职务	任职时间	简介
肖伟	董事长、总经理	2000 年 11 月	中国工程院院士，中药学博士，研究员，博导，第十三届全国人大代表，现任中药制药过程新技术国家重点实验室主任、中成药智能制造国家地方联合工程研究中心主任，兼任国家药典委员会执行委员、中华中医药学会副会长、中国中西医结合学会常务理事。
王振中	副董事长	2019 年 12 月	博士研究生，研究员级高级工程师。1993 年进入公司，历任质量管理部部长、中药研究所副所长、化药研究所所长、研发中心副主任兼药化研究所、药理研究所所长、科研总监、研究院执行院长等。2010 年 3 月至 2019 年 12 月任公司副总经理
杨永春	董事、副总经理	2008 年 7 月	大专学历，助理会计师。1997 年进入公司，历任营销财务部经理、审计部主任、办事处经理、分公司副经理、分公司经理、营销总监等
尹洪刚	董事、副总经理、财务总监、董秘	2015 年 5 月	会计硕士学历，高级会计师。2010 年 6 月至 2012 年 3 月任天津百事可乐高级财务经理，2012 年 3 月至 2015 年 5 月任天士力制药集团股份有限公司财务经理、外派财务副总经理
刘权	副总经理、营销公司副总经理	2018 年	本科学历，中共党员。2000 年进入公司，历任公司销售代表、地区经理、省区经理、营销总监
吴云	副总经理、研究院研发总监	2017 年	本科学历，中共党员，高级工程师。2003 年进入公司，历任中药研究所研究员、制剂研究所研究员、妇科新药研究所所长、中药天然药物新药研究所所长

数据来源：公司年报，西南证券整理

**股权激励彰显信心，强化非注射剂业务布局。**2022 年 4 月 11 日，公司发布《2022 年度限制性股票激励计划（草案）》，拟以 7.92 元/股向激励对象授予限制性股票 880 万股（约占公司总股本的 1.53%），拟授予的限制性股票激励对象总人数为不超过 163 人，包括公司公告本激励计划时在公司任职的董事、负责销售业务的高级管理人员、研发系统及销售系统核心人员（不包括独立董事、监事）。本激励计划解除限售考核年度为 2022 年-2024 年三个会计年度，分年度进行业绩考核并解除限售。其中，将非注射剂产品收入增速设置为解锁条件之一，表明公司对非注射剂销售额增长的信心。

**表 3：公司首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标**

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	公司需同时满足下列两个条件：(1) 以公司 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 22%，或以公司 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 24%；(2) 以公司 2021 年非注射剂产品营业收入为基数，2022 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22%。
第二个解除限售期	公司需同时满足下列两个条件：(1) 以公司 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 20%，或以公司 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 22%；(2) 以公司 2022 年非注射剂产品营业收入为基数，2023 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 23%。
第三个解除限售期	公司需同时满足下列两个条件：(1) 以公司 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 18%，或以公司 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 20%；(2) 以公司 2023 年非注射剂产品营业收入为基数，2024 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 疫后业绩恢复性增长，产品结构持续优化

2020 年业绩受疫情和医保谈判降价影响，2021 年恢复性增长，2022 年业绩增速明显提升。2020 年之前，随着银杏二萜内酯葡胺注射液、热毒宁注射液和金振口服液等主要品种的加快放量，公司营收和净利润逐步攀升，增速也逐年加快。公司销售前三大品种为抗感染药品热毒宁注射液、金振口服液及心脑血管药品银杏二萜内酯葡胺注射液。2020 年疫情初期，医院常规门诊不能正常接诊，尤其医疗机构儿科等门诊量下降幅度较大，后期随着大家防护意识和措施的增强，感冒发烧等病源减少，加之热毒宁注射液为处方药，金振口服液主要销售群体为儿童，这两大品种的销量下降幅度较大。同时，2019 年银杏二萜内酯葡胺注射液医保谈判后，价格由 316 元/支下降至 93.7 元/支，下降幅度达 70.35%，导致其销售收入比同期下降幅度较大。以上三大品种的综合影响是公司 2020 年整体业绩呈现负增长的主要因素，这也是公司自 2002 年上市以来首次因不可抗力因素导致的业绩较大下滑。2022 年实现收入 43.5 亿元 (+19.3%)，实现归母净利润 4.3 亿元 (+35.5%)，经营业绩稳中向好，增速恢复彰显较强韧性，主要系核心品种金振口服液快速放量，热毒宁注射液恢复增长，以及部分二线梯队产品如杏贝止咳颗粒、参乌益肾片、筋骨止痛凝胶快速放量。

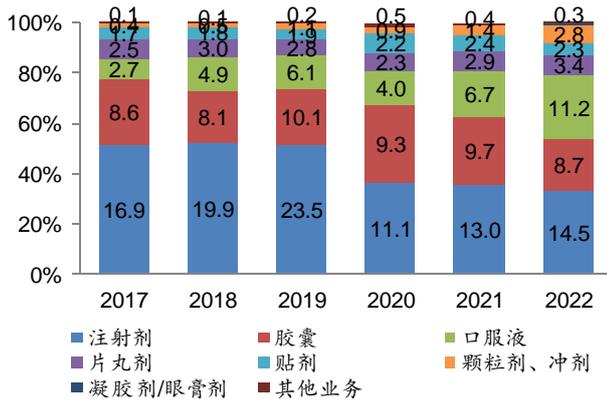
**图 4：2015 年-2022 年营业总收入及其同比增速**


数据来源：Wind，西南证券整理

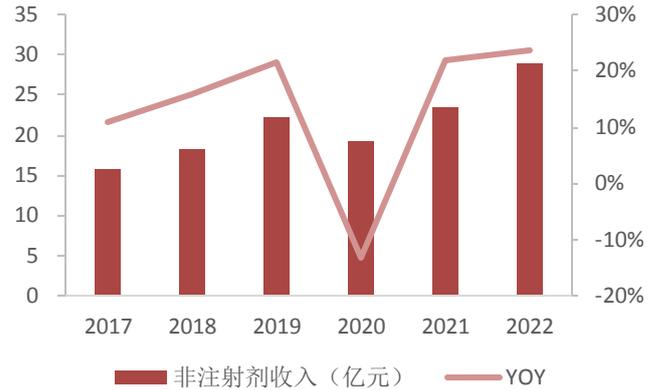
**图 5：2015 年-2022 年归母净利润及其同比增速**


数据来源：Wind，西南证券整理

产品结构持续优化。公司营收以注射剂、胶囊和口服液为主，2022 年销售收入占比超 10% 的三大品种为热毒宁注射液、金振口服液和银杏二萜内酯葡胺注射液。注射剂、胶囊和口服液三大类产品的收入占比从 2017 年的 86.2% 下降至 2022 年的 79.2%，其中注射剂收入占比从 51.7% 下降至 33.3%，主要受疫情和银杏二萜内酯葡胺注射液医保谈判降价影响。近年来，公司持续加大非注射剂产品的销售力度，2022 年非注射剂收入为 29 亿元，同比增长 23.7%，2017-2022 年非注射剂收入规模 CAGR 为 13%。

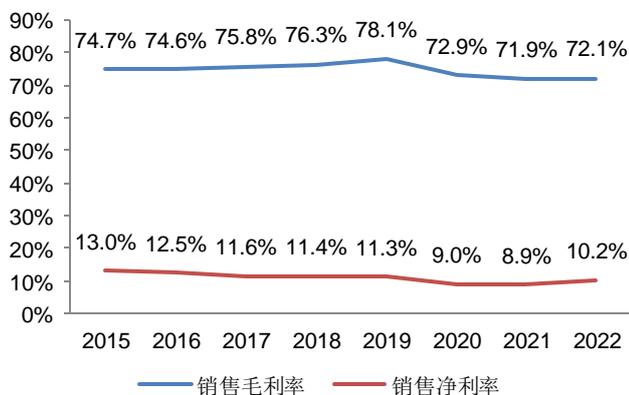
**图 6：2017 年-2022 收入结构（按产品类别分）**


数据来源：Wind，西南证券整理

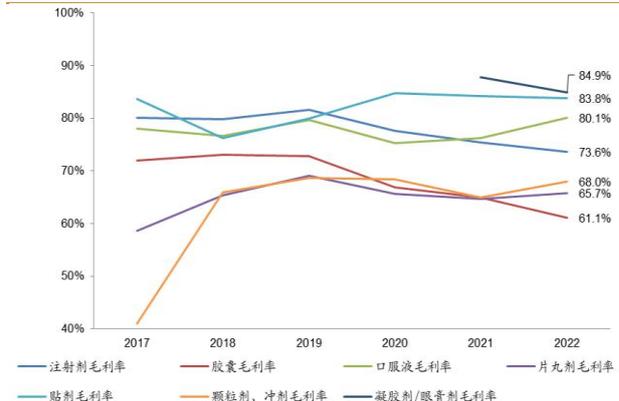
**图 7：2017 年-2022 年非注射剂收入及其同比增速**


数据来源：Wind，西南证券整理

公司毛利率和净利率 2020 年开始有所下滑，随着疫情企稳、医保谈判影响消化，2022 年盈利能力稳中求进。注射剂、胶囊和口服液是公司最主要的三类产品，也是毛利率较高的三类产品，受疫情和银杏二萜内酯葡胺注射液 2019 年医保谈判降价影响，这三类产品的营收下降，毛利率下降，导致公司整体毛利率和净利率有所下降。随着疫情企稳和医保谈判影响落地，公司毛利率和净利率有望持续回调。2022 年公司毛利率为 72.1% (+0.2pp)；净利率为 10.2% (+1.3pp)。分品类看，2022 年凝胶剂毛利率 84.9%；贴剂毛利率 83.8%；口服液毛利率 80.1%；注射液毛利率 73.6%；颗粒剂及冲剂毛利率 68%；片剂毛利率 65.7%；胶囊毛利率 61.1%。

**图 8：2015 年-2022 年公司毛利率和净利率**


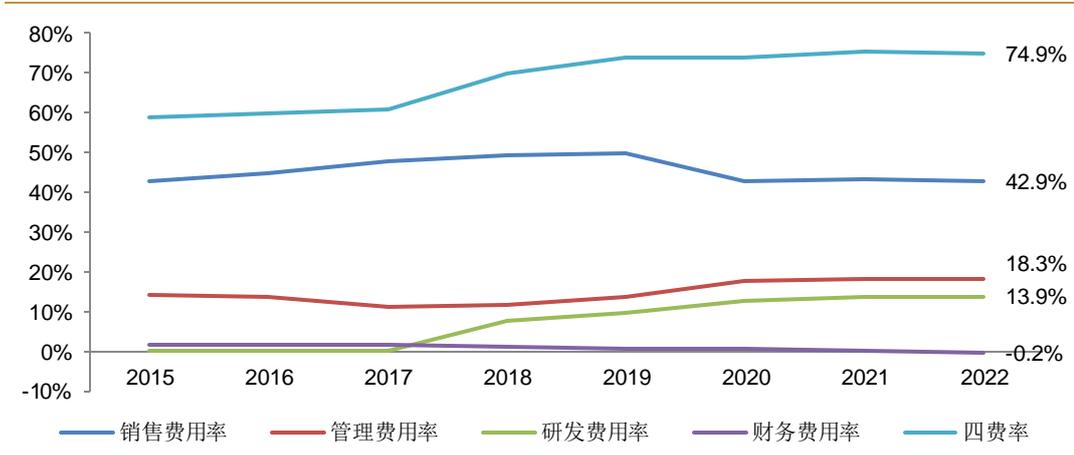
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：2015 年-2022 年各产品类别毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司四费率保持平稳，销售费率下降明显，研发费率持续上升。销售费用率从 2019 年的 49.8% 下降至 2022 年的 42.9%，下降幅度较大，主要系疫情影响及公司结构化调整所致。研发费用率从 2019 年的 9.7% 提升至 2022 年的 13.9%，主要因公司持续加大研发投入，加快创新进程。

图 10：2017 年-2022 年四费率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 独家品种众多，银杏二萜内酯葡胺注射液、热毒宁注射液和金振口服液三大品种奠定基础

公司独家品种众多，其中银杏二萜内酯葡胺注射液、热毒宁注射液和金振口服液三大核心品种共筑公司强大的研发壁垒。2022 年，金振口服液销售收入占比超 20%，银杏二萜内酯葡胺注射液和金振口服液的销售收入占比均超 10%，恢复性增长趋势显著。截至 2022 年末，公司共计获得药品生产批件 205 个，其中 46 个药品为中药独家品种，共有 4 个中药保护品种。公司产品共有 108 个品种被列入 2022 版国家医保目录，其中甲类 47 个，乙类 61 个，独家品种 24 个；共有 43 个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为 6 个。疫情虽影响了公司抗感染系列药品的销售，但公司发挥独家品种较多的核心优势，持续不断地推进产品研发和技术创新，强化生产管理，推进营销改革。

表 4：公司三大主要品种

药品名称	产品包装	主要治疗领域	适应症	上市时间	注册分类	独家	国家医保类别（限制）	进入医保时间	基药	OTC/处方药
银杏二萜内酯葡胺注射液		心脑血管	活血通络。用于中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期痰瘀阻络证，症见半身不遂，口舌歪斜，言语蹇涩，肢体麻木等。	2012.10	中药五类	是	乙类（限二级及以上医疗机构脑梗死恢复期患者，单次住院最多支付 14 天）	2017	否	处方药
热毒宁注射液		呼吸系统疾病	清热、疏风、解毒。用于外感风热所致感冒、咳嗽，症见高热、微恶风寒、头痛身痛、咳嗽、痰黄；上呼吸道感染、急性支气管炎见上述证候者。	2005.05	原中药二类	是	乙类（限二级及以上医疗机构重症患者）	2017	否	处方药

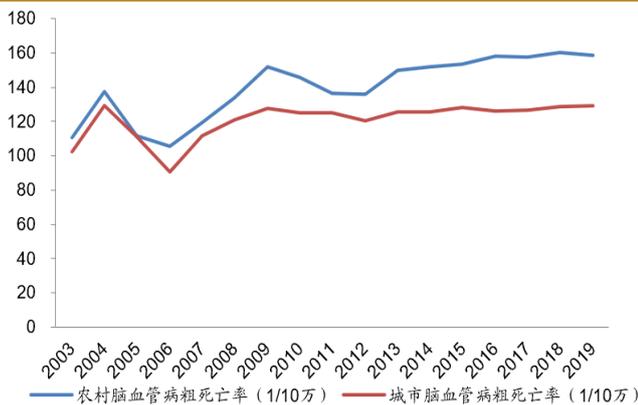
药品名称	产品包装	主要治疗领域	适应症	上市时间	注册分类	独家	国家医保类别 (限制)	进入医保时间	基药	OTC/处方药
金振口服液		呼吸系统疾病	清热解毒，祛痰止咳。用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者，表现为发热、咳嗽、咳吐黄痰、咳吐不爽、舌质红、苔黄腻等。	1997	原中药三类	是	乙类	2009	国家18版	甲类 OTC

数据来源：公司官网，米内网，西南证券整理

## 2.1 银杏二萜内酯葡胺注射液：降价后放量显著，数千万脑卒中患者潜在受益

脑卒中疾病以高致死率、高致残率、高复发率为特征。中国居民脑血管病死亡率逐渐升高，市场对脑卒中相关药品的需求不断增长。脑卒中是主要的中枢神经系统疾病之一，当向大脑输送氧气和营养的血管被血块或血栓阻塞时会发生脑卒中，其中缺血性脑卒中（即脑梗死）是最常见的脑卒中类型，约占脑卒中的 80%。根据《中国心血管病报告（2021）》，2019 年脑卒中是导致中国死亡人数最多的疾病，2019 年我国因脑卒中死亡人数达 218.9 万人，我国新发脑卒中 393.5 万人，脑卒中患者达到 2876 万人。2003 年-2019 年中国居民脑血管病死亡率逐渐升高，2019 年，中国居民脑血管病粗死亡率为 149.56/10 万，占总死亡人数的 22.17%，位列恶性肿瘤（162.46/10 万）和心脏病（160.26/10 万）之后，为死因顺位的第 3 位。中国居民脑血管病粗死亡率农村高于城市。城市居民脑血管病粗死亡率为 129.41/10 万，占城市总死亡人数的 20.61%；农村为 158.63/10 万，占 22.94%。根据弗若斯特沙利文数据库，中国脑卒中患病人数未来有望以 4.5% 的年复合增长率持续增长。

图 11：2003 年-2019 年我国农村及城市脑血管病粗死亡率



数据来源：《中国心血管病报告（2021）》，西南证券整理

图 12：2015 年-2022 年中国脑卒中患病人数及增速

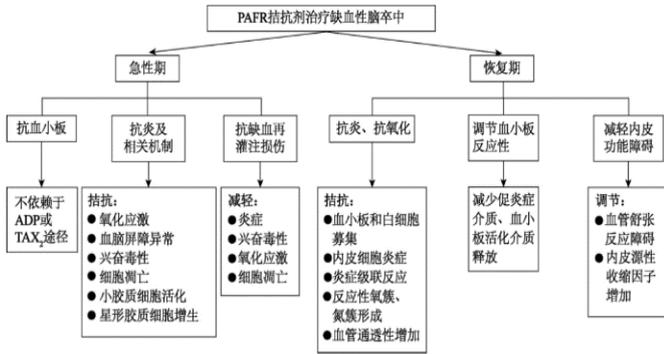


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

独家品种银杏二萜内酯葡胺注射液是靶向 PAFR 的功效成分组合创新药，康缘药业是全球首次从银杏叶中发现新化合物银杏内酯 K，发明了银杏内酯 A、B、K 组合抗缺血性脑卒中作用最佳的比例范围和制备方法。具有显著的拮抗 PAFR 抗血小板聚集和特异性诱导肌醇请求酶 (IRE1 $\alpha$ ) 促进神经修复作用。大规模 PCT 试验 (3448 例) 结果表明银杏二萜内酯葡胺注射液可显著改善患者第 90 天临床结局，降低卒中后残障比率；改善患者认知功能障碍，减少血管性痴呆发生；改善患者神经功能缺损。该产品作为国际上首个获批的银杏二萜

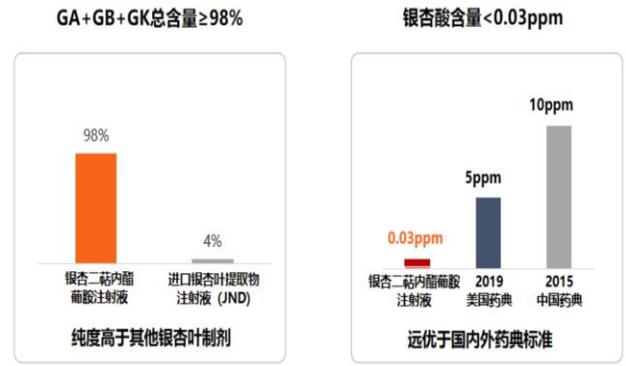
内酯类新药,是迄今物质基础最明确、药物机制最清晰,临床疗效最显著的银杏类创新药物。用于治疗缺血性脑卒中,能够强效抗血小板聚集,改善缺血性脑卒中患者的脑血循环;同时独有成分 GK 还兼具强神经保护效应,可以保护血脑屏障、促进内质网应激修复神经等作用。

图 13: PAFR 拮抗剂治疗缺血性脑卒中



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

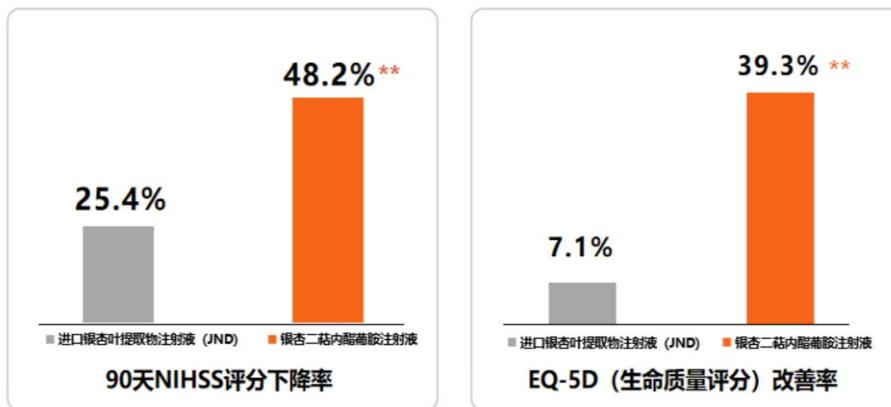
图 14: 毒性成分控制远优于国际标准



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

超过 10000 例临床试验证实, 银杏二萜内酯葡胺注射液的临床有效性高、安全可靠, 显著改善脑血循环及神经功能缺损, 疗效优于国内外同类产品, 是用于缺血性脑卒中疾病的治疗性药物。北京中医药大学东直门医院等 14 个中心, 脑梗死病人显著降低 NHISS 评分、减少改良 Rankin 评分、降低抑郁障碍、焦虑障碍发生率, 提高患者生命质量方面显著优于进口药物金纳多。根据《中西医结合脑卒中循证实践指南 (2019)》明确推荐“在脑梗死常规治疗的基础上, 可考虑给予以活血化瘀中药为代表的中药补充治疗, 包括银杏叶类注射液; 用药时机宜早, 至少是在急性期开始使用; 疗程范围为 3~30 天 (2C)”。《中国脑卒中早期康复治疗指南》也明确推荐脑卒中患者病情稳定后应尽早介入康复治疗。美国国立卫生院神经功能缺损评分 (NIHSS) 表示, 联用部分中药在改善患者的神经功能损伤方面优于单纯使用脑梗死常规治疗。美国国立卫生院神经功能缺损评分 (NIHSS) 是目前业界公认的评价缺血性脑卒中神经功能的工具, 分数越高代表神经功能损伤越严重, 它的最小临床有效差值为 2 分。根据 2015 年-2018 年的系统评价, 对于发病 2 周内的缺血性脑卒中患者, 联用以下中药在改善患者的神经功能缺损方面优于单纯使用脑梗死常规治疗。其中大部分药物为活血化瘀类中药, 包括银杏叶类注射液, 疗程一般为 3-30 天。

图 15: 药物经济学评价 (1000 例): 提高患者生命质量方面显著优于进口药物金纳多



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**表 5：银杏二萜内酯葡胺注射液竞品分析**

药品名称	公司	有效成分及含量	适应症	单支价格(元/支)	规格	用量	日均费用	21年公立医院销售额
银杏二萜内酯葡胺注射液	康缘药业	银杏二萜内酯 25mg, GA+GB+GK 总含量 ≥ 98%, 银杏酸含量 < 0.03ppm	活血通络。用于中风病中经络(轻中度脑梗死)恢复期痰瘀阻络证, 症见半身不遂, 口舌歪斜, 言语蹇涩, 肢体麻木等。	93.7 元/支	5ml:25mg	一次 1 支(25毫克), 一日一次	93.7 元	5.7 亿元
银杏内酯注射液	成都百裕	含萜类内酯 10mg	活血化瘀, 通经活络, 用于瘀血阻络所致的缺血性中风病中经络。症见头晕目眩, 口舌歪斜, 言语蹇涩, 肢体麻木, 头痛, 半身不遂, 适用于急性期脑梗死和恢复期脑梗死见上述表现者	19.68 元/支	2ml:10mg	每次 5 支, 一日 1 次, 疗程为 14 天	98.4 元	3.4 亿元
丁苯酞氯化钠注射液(脑梗)	石药集团	100ml: 丁苯酞 25mg 与氯化钠 0.9g	(1)用于轻、中度急性缺血性脑卒中及急性缺血性脑卒中患者神经功能缺损的改善。(2)用于非痴呆型血管性认知障碍。	116.76-139 元/支	100ml	静脉滴注, 每日 2 次, 每次 25mg (100ml)	233.52-278 元	9.6 亿元
银杏叶提取物注射液	悦康药业		主要用于脑部、周围血液循环障碍。急性慢性脑功能不全及其后遗症: 脑卒中、注意力不集中、记忆力衰退、痴呆。耳部血流及神经障碍: 耳鸣、眩晕、听力减退、耳迷路综合征。眼部血流及神经障碍: 糖尿病引起的视网膜病变及神经障碍、老年黄斑变性、视力模糊、慢性青光眼。周围循环障碍: 各种周围动脉闭塞症、间歇性跛行症、手脚麻痺冰冷、四肢酸痛。	24.1 元/支	5ml:17.5mg	(1) 注射治疗: 每天或每隔一天 5 毫升。	注射 24.1 元;	14.3 亿元
银杏叶提取物注射液(金纳多)	台湾济生医药生技(中豪国际有限公司)	每支含有银杏叶提取物 17.5mg, 其中银杏黄酮苷 4.2mg。辅料为山梨醇、乙醇、氢氧化钠		24.1 元/支	5ml:17.5mg	(2) 输液治疗: 通常一日 1~2 次, 一次 2~4 支, 必要时一次 5 支, 一日 2 次。	输液 24.2-241 元	4.5 亿元
舒血宁注射液	朗致集团万荣药业	每支装 10ml(含黄酮醇苷 8.4mg、银杏内酯 1.4mg)	扩张血管, 改善微循环。用于缺血性心脑血管疾病, 冠心病, 心绞痛, 脑栓塞, 脑血管痉挛等。	99.8-199.6 元/支	10ml	(1) 肌肉注射: 一次 2~4 毫升, 一日 1~2 次 (2) 静脉滴注每日 5 毫升	肌肉注射 19.96-159.68 元 静脉注射 49.9-99.8 元	5.3 亿元
	神威药业集团	银杏叶提取物为 17.5 毫克(含总黄酮醇苷 4.2 毫克; 含银杏内酯		9.35 元/支	5ml	(1) 肌肉注射: 一次 2~4 毫升, 一日 1~2 次 (2)	肌肉注射 3.74-14.96 元 静脉注射	1.5 亿元

药品名称	公司	有效成分及含量	适应症	单支价格(元/支)	规格	用量	日均费用	21年公立医院销售额
		0.7毫克)				静脉滴注每日20毫升	37.4元	
银杏达莫注射液	贵州益佰制药	本品为复方制剂，每5ml(支)含银杏总黄酮4.5~5.5mg、双嘧达莫1.8~2.2mg。	本品适用于预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病。	11.8元/支	5ml	成人一次10~25ml，一日2次	23.6-59元	1.9亿元
银杏叶提取物片(金纳多)	德国威玛舒培博士	每片含银杏叶提取物40mg(总黄酮醇苷9.6mg、萜类内酯2.4mg)	主要用于脑部、周边等血液循环障碍。1、急慢性脑机能不全及其后遗症：中风、注意力不集中、记忆力衰退、痴呆。2、耳部血流及神经障碍：耳鸣、眩晕、听力减退、耳迷路综合征。3、眼部血流及神经障碍：糖尿病引起的视网膜病变及神经障碍、老年黄斑变性、视力模糊、慢性青光眼。4、末梢循环障碍：各种动脉闭塞症、间歇性跛行症、手脚麻痹冰冷、四肢酸痛。	1.88元/片	40mg	一日2-3次，一次1-2片	3.76-11.27元	5.1亿元

数据来源：米内网，西南证券整理

银杏二萜内酯葡胺注射液获得多个奖项，并已列入多个临床指南、专家共识的推荐。先后被纳入《中国脑梗死中西医结合诊疗指南》、《临床路径治疗药物释义》神经内科分册、《中国脑卒中合理用药指导规范》、《血小板活化因子受体拮抗剂治疗缺血性卒中的中国专家共识》。

表 6：银杏二萜内酯葡胺注射液所获奖项

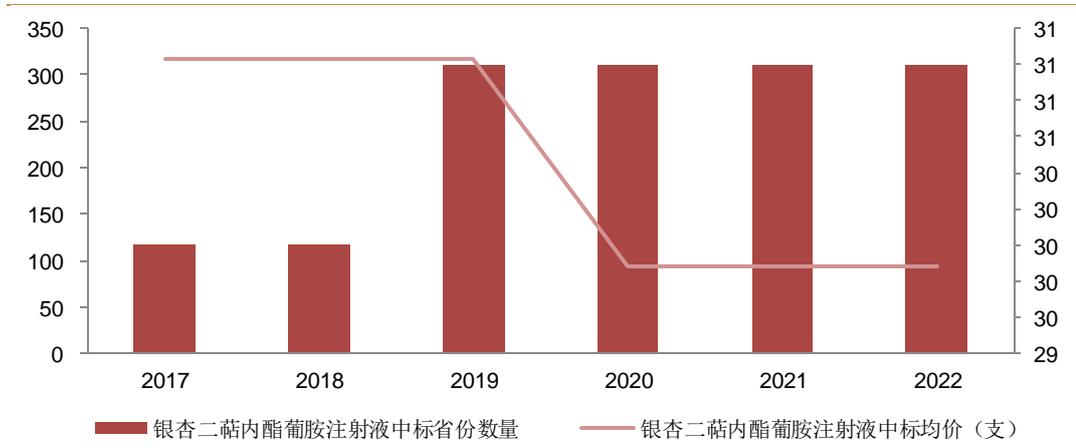
年份	奖项	获奖内容
2002年	国家863计划课题项目	银杏内酯注射液的研究
2011年	国家科技进步奖二等奖	银杏二萜内酯葡胺注射液研究
2012年	年度十大重磅处方药	银杏二萜内酯葡胺注射液
2017年	《中国脑梗死中西医结合诊疗指南》	银杏制剂可清除体内过多的自由基、抗血小板聚集、改善脑血循环等作用，减低神经功能缺损评分。两项小样本随机对照试验提示，银杏二萜内酯治疗急性脑梗死效果显著，无明显不良反应。
2018年	国家技术发明二等奖	银杏二萜内酯强效组合物的发明及制备关键技术与应用
2018年	《临床路径治疗药物释义》神经内科分册	多项研究显示，银杏二萜内酯葡胺注射液在改善神经功能缺损、提高临床疗效和患者卒中后生活质量方面具有一定效果，推荐脑梗死患者治疗选用。
2019年	第二十一届中国专利金奖	含银杏内酯的制剂及其制备工艺
2019年	《中国脑卒中合理用药指导	2019年国家卫生健康委脑卒中防治工程委员会发布权威规范推荐：脑梗死急性期可以静脉使用

年份	奖项	获奖内容
	规范》	1-2 种中药或是单体活性成分（如银杏二萜内酯）。银杏制剂：可改善 VaD 患者的认知功能，但不能提高其日常生活能力。需要高质量、大样本试验进一步评估。
2019 年	《中西医结合脑卒中循证实践指南（2019）》	对于脑梗死的患者，为更好地改善神经功能缺损，在脑梗死常规治疗的基础上，可考虑给予以活血化瘀中药为代表的中药补充治疗；用药时机宜早，至少是在急性期开始使用；疗程范围为 3~30 天（2C）。可参考使用的中药包括：银杏叶类注射剂（包括：银杏内酯注射液、舒血宁注射剂、银杏达莫注射剂、金纳多）。
2020 年	《血小板活化因子受体拮抗剂治疗缺血性卒中的中国专家共识》	PAFR 拮抗剂是缺血性卒中急性期的重要用药，可作为常规治疗用药。目前常用的具有 PAFR 拮抗剂作用的药物包括：含银杏二萜内酯类药物、银杏叶提取物等。临床上一些常用的 PAFR 拮抗剂不良反应较少，具有较高的安全性。

数据来源：公司官网，西南证券整理

**银杏二萜内酯葡胺注射液历史两次医保谈判大幅降价，持续以价换量，近两年价格趋于平稳，未来价格有望长期维稳。**银杏二萜内酯葡胺注射液 2012 年上市，价格为 650 元/支，先后共经历 3 次医保谈判。2017 年第一次进入国家谈判药品目录，价格降至 316 元/支，降价幅度 51.4%，且增添医保限制使用范围：限二级及以上医疗机构脑梗死恢复期患者，单次住院最多支付 14 天。2019 年再次成为续约成功，且价格降至 93.7 元/支，降价幅度 70.3%。2021 年第三次谈判，价格保持稳定。银杏二萜内酯葡胺注射液（5ml(含银杏二萜内酯 25mg)/支）2017 年就已中标 30 省，2020 年中标省份增至 31 省，2022 年中标省份保持在 31 省。

图 16：2017 年-2022 年银杏二萜内酯葡胺注射液中标均价



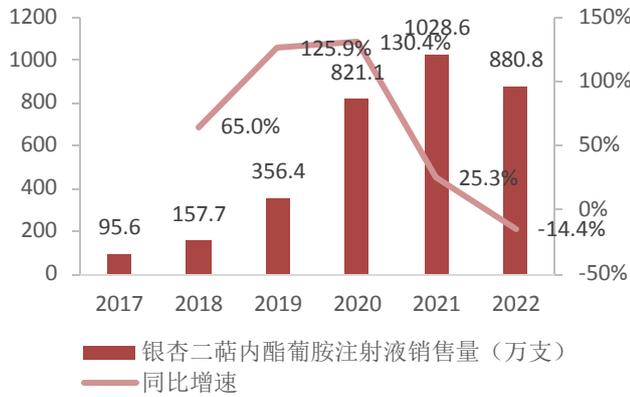
数据来源：公司年报，药智网，西南证券整理（注：中标均价为左轴，省份数量为右轴）

**银杏二萜内酯葡胺注射液 2017-2022 年销售量实现 55.9% 的高 CAGR，以价换量效应明显，未来发展可期。**2017 年首次降价 51.4% 进入医保后，2018 年迎来高增，2018 年银杏二萜内酯葡胺注射液销售量为 157.7 万支（+65%）。2019 年银杏二萜内酯葡胺注射液医保续约谈判后，价格下降幅度达 70.3%，该品种在疫情环境下的销售数量取得了较好的增长，2020 年银杏二萜内酯葡胺注射液销售量为 821.1 万支（+125.9%）。2022 年受到疫情影响，院内门诊量下滑，销售量为 880.8 万支，同比下降 14.4%。

**银杏二萜内酯葡胺注射液战略规划：**1) **学术推广：**公司全年持续强化学术推广，不断提升产品学术品牌价值；2) **继续坚持“以价换量”，**推动规模快速增长；3) **整改低消化医院：**针对增长放缓的薄弱区域进行整改，从一定程度上遏制了增长放缓趋势，稳定住市场基

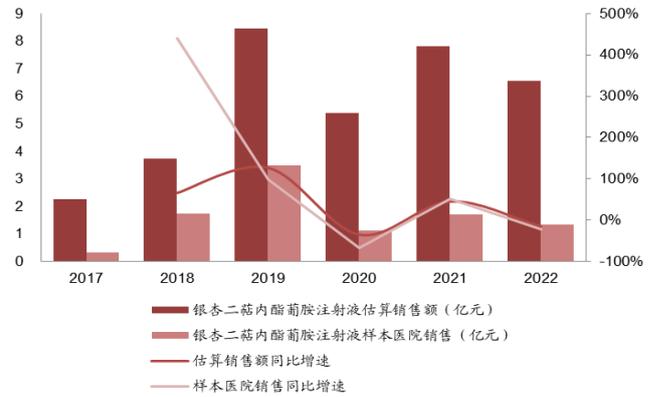
本盘。4) **强化销售管理**：同时对代理商推行类自营精细化管理，对招商代理核心区域深度挖掘更多潜能，对潜力省份予以培育、增厚业绩，为银杏二萜内酯葡胺注射液持续增长奠定基础。

图 17：2017 年-2022 年银杏二萜内酯葡胺注射液销售量情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：2017 年-2022 年银杏二萜内酯葡胺注射液销售额情况



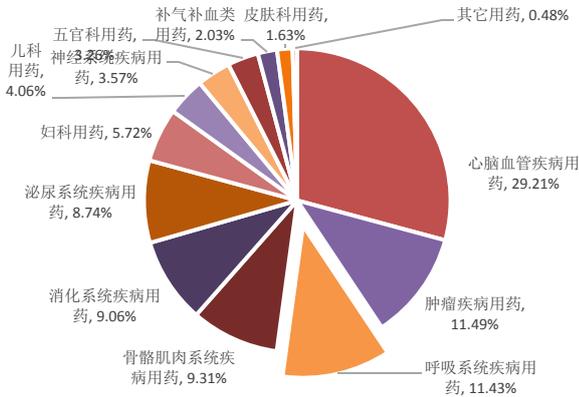
数据来源：PDB 数据库，西南证券整理

## 2.2 呼吸系统中成药市场空间广阔，热毒宁注射液和金振口服液两大优势品种强势发力

公司两大主要品种热毒宁注射液和金振口服液在新冠肺炎的预防和治疗中得到了认可和肯定。2020 年 2 月 18 日在广东省政府新闻办公室举行疫情防控例行新闻发布会上，钟南山院士团队研究证实能在体外抑制新冠病毒引起的细胞病变效应的六种中药中，公司独家品种热毒宁注射液和金振口服液名列其中。另外，热毒宁注射液先后被纳入国家卫健委《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》试行第六版至第十版，被列为重型和危重型确诊病例临床治疗期推荐用药。

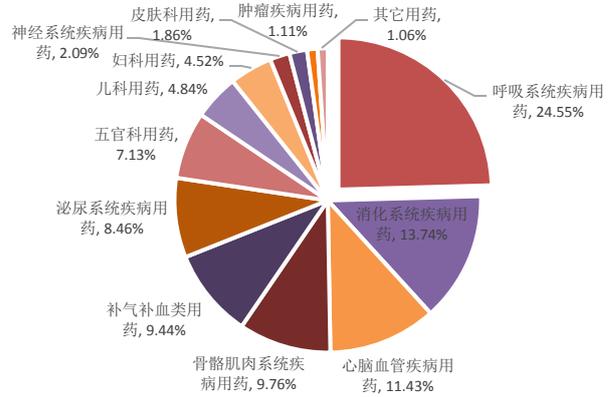
呼吸系统疾病中成药 2022 年预估市场规模约为 820 亿元，在城市实体药店终端的销售占比位列第一。根据智研咨询数据，呼吸系统疾病中成药市场规模由 2015 年的 773 亿元增长至 2022 年的 820 亿元，CAGR 为 0.8%，市场增速缓慢。根据米内网数据，呼吸系统疾病中成药在城市实体药店终端的销售占比位列第一（24.55%）；在公立医疗机构终端销售占比位列第三（11.43%），仅次于心脑血管疾病用药、肿瘤疾病用药。进一步将呼吸系统疾病中成药按照亚类细分，清热解毒类用药占比最高，占呼吸系统疾病中成药市场规模的 36%；止咳祛痰平喘用药占比 33%；感冒用药占比 29%。

图 19: 2022H1 中国公立医疗机构终端中成药大类销售占比



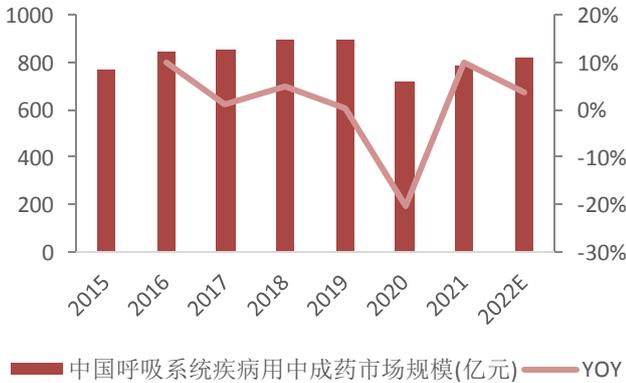
数据来源: 米内网, 西南证券整理

图 20: 2021 年中国城市实体药店终端中成药大类销售占比



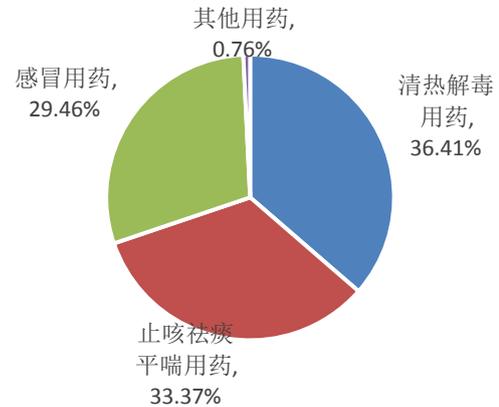
数据来源: 米内网, 西南证券整理

图 21: 2015 年-2022E 呼吸系统疾病中成药市场规模



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

图 22: 2021 年中国呼吸系统疾病中成药销售大类占比



数据来源: 米内网, 西南证券整理

### 2.2.1 热毒宁注射液: 恢复性增长趋势凸显, 立足儿科, 开拓成人科室

热毒宁注射液为公司独家品种, 2005 年获批上市, 2017 年进入国家医保乙类 (限二级及以上医疗机构重症患者)。热毒宁注射液适应症为清热、疏风、解毒, 用于外感风热所致感冒、咳嗽, 症见高热、微恶风寒、头痛身痛、咳嗽、痰黄; 上呼吸道感染、急性支气管炎见上述证候者。其成份为青蒿、金银花、栀子以及辅料聚山梨酯 80。

表 7: 热毒宁注射液所获荣誉

年份	奖项	获奖内容
2007 年	江苏省科技进步奖二等奖	热毒宁注射液
2010 年	中华全国工商业联合会科技进步奖二等奖	现代中药注射剂示范研究——抗感染新型中药热毒宁注射液的研究
2011 年	江苏省科学技术一等奖	中药注射剂现代质量控制体系的建立及其应用
2012 年	中华中医药学会科学技术金奖	面向临床安全性和有效性的中药注射剂质量控制体系建立及其应用
2013 年	科技部国家战略性新兴产业	热毒宁注射液
2013 年	中国专利金奖	一种用于清热解痉的药物及其制备方法
2020-2022 年	国家卫健委《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》	第六版至第十版均纳入热毒宁注射液

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

热毒宁注射液荣获 2023 年《儿童流行性感胃中西医结合诊疗指南》强力推荐。该指南由中国中西医结合学会儿科分会、中华中医药学会儿科分会撰写，指南表明儿童流感在轻症阶段给予中西医结合的干预措施对预后具有重要意义。单一的中药或西药治疗儿童流感可能都会有其一定的局限性，而中西医结合防治则有其特殊优势，大量临床研究和基础实验证据均证实其有效性。针对流感确诊病例 (>2 岁)，在西医抗流感病毒药物基础上联合清热解毒类中药注射液可有效缓解临床症状。可参考使用的中药注射液：热毒宁注射液（强推荐）、喜炎平注射液（强推荐）。

热毒宁注射液（青蒿、金银花、栀子）具有清热、疏风、解毒的功效。热毒宁注射液治疗儿童流感在退热时间、总症状评分、不良反应发生率的试验数据上皆优于磷酸奥司他韦颗粒（胶囊）。在退热时间方面，一项评价热毒宁注射液治疗儿童流感的随机、双盲对照研究显示，与磷酸奥司他韦颗粒（胶囊）相比，热毒宁注射液治疗流感患儿可以缩短退热时间 [MD=-0.335,95%CI (-0.254,-0.443), P<0.00001]。同时在总症状评分方面，热毒宁注射液治疗组在第 2-6 天的总症状评分均高于对照组。在单一症状积分方面，单一症状的评分与流感症状总分的下降趋势相似。与治疗前相比，热毒宁注射液组和磷酸奥司他韦颗粒（胶囊）组从第 2 天到第 6 天单一症状积分均显著下降 (P<0.0001)。同时，在不同日期，两组间在发热、恶寒、咽痛和鼻塞评分方面均有显著差异，热毒宁注射液组的单一症状积分下降幅度均大于磷酸奥司他韦颗粒（胶囊）组。在不良反应发生率方面，与磷酸奥司他韦颗粒（胶囊）相比，热毒宁注射液治疗流感患儿可以降低不良反应发生率 [RR=0.39,95%CI (0.07,2.05), P=0.27]。

热毒宁注射液真实世界研究试验数据表明：总体不良反应发生率为 0.047%，不良反应多数为皮疹、瘙痒等，预后良好。对儿童各年龄段总体用药安全。该试验由公司和中国科学院临床基础研究所、南京医科大学附属儿童医院共同组织实施，研究目的为评价热毒宁注射液在儿童真实世界广泛使用人群的有效性和安全性，以及为热毒宁注射液临床价值评价、风险控制管理进一步提供临床依据，为中药真实世界研究提供示范。该试验共纳入 502 个研究中心（二级及三级医院），入组病例 115796 例，入组患者人群全部为 14 岁以下儿童。安全性结论：研究最终判定不良反应 54 例，总体不良反应发生率为 0.047%，不良反应多数为皮疹、瘙痒等，预后良好。对儿童各年龄段总体用药安全。

表 8：热毒宁注射液 VS 磷酸奥司他韦颗粒（胶囊）试验对比分析结论

年份	试验对比最佳表现		具体内容
	热毒宁注射液	磷酸奥司他韦颗粒(胶囊)	
退热时间	√		与磷酸奥司他韦颗粒（胶囊）相比，热毒宁注射液治疗流感患儿可以缩短退热时间[MD=-0.335,95%CI (-0.254,-0.443), P<0.00001]
总症状评分	√		在不同日期，两组间在发热、恶寒、咽痛和鼻塞评分方面均有显著差异，热毒宁注射液组的单一症状积分下降幅度均大于磷酸奥司他韦颗粒（胶囊）组。
不良反应发生率	√		与磷酸奥司他韦颗粒（胶囊）相比，热毒宁注射液治疗流感患儿可以降低不良反应发生率[RR=0.39,95%CI (0.07,2.05), P=0.27]

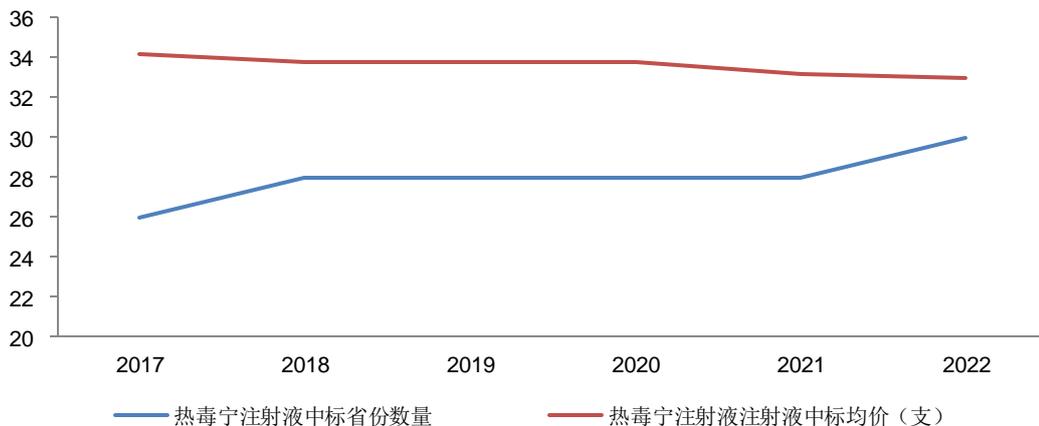
数据来源：2023 年《儿童流行性感胃中西医结合诊疗指南》，西南证券整理

**表 9：儿童流感常用对症用药中成药的适应症及用法用量（部分）**

品种名称	适应症							用法用量	2021 年城市公立医院销售额
	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		
热毒宁注射液	√		√	√				静脉滴注。一次 20ml(2 支)，以 5%葡萄糖注射液或 0.9%生理盐水注射液 250ml 稀释后静脉滴注，滴速为 30-60 滴/分钟，1 日 1 次。小儿酌情服用。	3 亿元
喜炎平注射液	√	√	√					日按体重 5-10mg/kg(0.2-0.4ml/kg)，最高剂量不超过 250mg，以 5%葡萄糖注射液或 0.9%氯化钠注射液 100ml-250ml 稀释后静脉滴注，控制滴速每分钟 30-40 滴，一日 1 次。小儿酌情服用。	12.5 亿元
小儿豉翘清热颗粒	√		√	√	√	√	√	开水冲服。6 个月-1 岁：一次 1-2g；1-3 岁：一次 2-3g；4-6 岁：一次 3-4g；7-9 岁：一次 4-5g；10 岁以上：一次 6g，一日 3 次。	10.3 亿元
金花清感颗粒	√	√	√	√	√			开水冲服。一次 1 袋，一日 3 次。疗程 3	1.1 亿元
小儿肺热咳喘颗粒	√				√			开水冲服，3 周岁以下：一次 4g，一日 3 次；3 周岁以上：一次 4g，一日 4 次；7 周岁以上：一次 8g，一日 3 次。	9754 万元
莲花清瘟颗粒	√	√	√	√	√			开水冲服。一次 1 袋，一日 3 次。小儿酌情服用。	8.3 亿元

数据来源：《儿童流行性感胃中西医结合诊疗指南（2023 年）》，西南证券整理

公司热毒宁注射液（规格：10ml/支）2022 年中标 30 省，中标均价小幅下降。热毒宁注射液 2017 年中标 26 省，之后稳定在 28 省。热毒宁注射液 2018 年-2021 年的中标价稳定在 33.6-33.2 元/支之间。2022 年 4 月，热毒宁注射液中标广东联盟中药集采，中标价为 26.19 元/支。

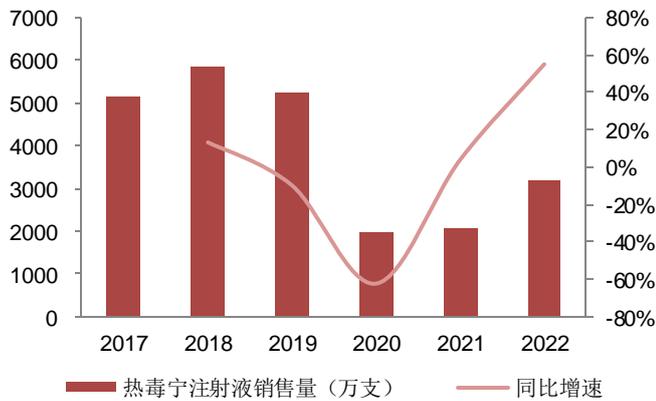
**图 23：2017 年-2022 年热毒宁注射液中标省份数量及中标均价**


数据来源：公司公告，药智网，西南证券整理

热毒宁注射液 2022 年销售量为 3182.81 万支，同比增长 55%，2022 年估算销售额约 8 亿元，恢复性增长趋势凸显。热毒宁注射液自 2004 年上市以来，2017 年医保限制二级及以上医疗机构重症患者购买，2018 年由于流感高发，热毒宁注射液销售额创下历史新高，2020 年受到疫情影响，热毒宁注射液销售额大幅下滑，2021 年新冠疫情持续反复，热毒宁注射液的销售尚未恢复到疫情前的销售水平。2022 年热毒宁注射液销售量恢复明显，预期后疫情时代，热毒宁注射液体量有望迅速恢复至历史高位，重回超 10 亿的优势大品种。

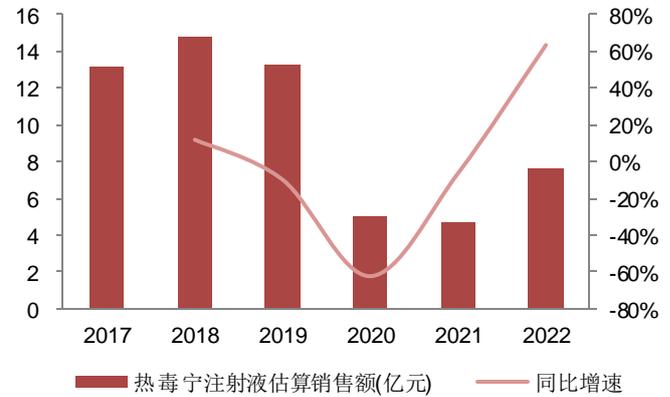
**热毒宁注射液战略规划：狠抓热毒宁注射液恢复发展不动摇。**1) **强化销售管理：**公司对热毒宁注射液执行“专人专做”。2) **提升医院覆盖率并拓展相关科室：**在巩固儿科优势的基础上，大力拓展成人科室，深度挖掘急诊科室、呼吸科室及住院病房场景的市场潜力，利用热毒宁注射液先后被列入国家发布的第六至第十版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》重型和危重型患者推荐用药的机会，提升市场份额，打造热毒宁注射液退热、抗炎、抗病毒的学术品牌。

图 24：2017 年-2022 年热毒宁注射液销售量情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：2017 年-2022 年热毒宁注射液销售额情况



数据来源：PDB 数据库，西南证券整理

## 2.2.2 金振口服液：儿科祛痰止咳第一梯队品牌，2022 年销售额首破 10 亿

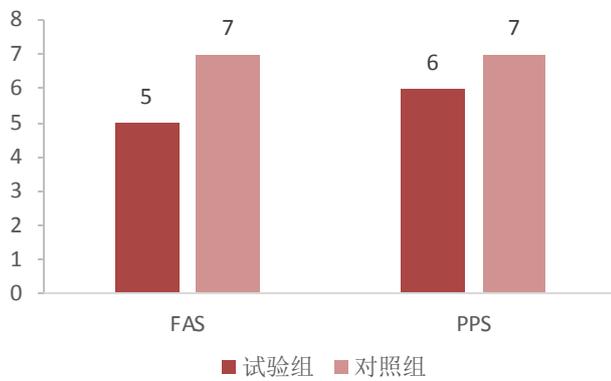
金振口服液为公司独家品种，1997 年上市，2009 年进入国家医保乙类，2018 年进入国家基药目录。其适应症为清热解毒，祛痰止咳，用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者，表现为发热、咳嗽、咳吐黄痰、咳吐不爽、舌质红、苔黄腻等。其成份为山羊角、平贝母、大黄、黄芩、青礞石、石膏、人工牛黄、甘草，辅料为甜菊素、蔗糖、甘油（供注射用）。

表 10：金振口服液所获荣誉

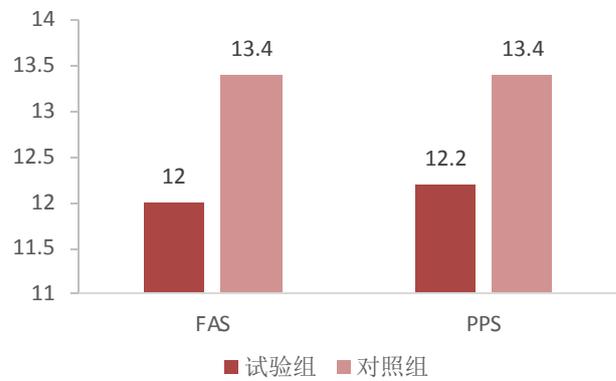
年份	荣誉	具体内容
2012 年		入选《中医药治疗手足口病临床技术指南》
2013 年		入选《中国儿童普通感冒规范诊治专家共识》
2017 年		入选《儿童肺炎支原体肺炎中西医结合诊治专家共识》
2018 年	中国专利优秀奖	治疗感冒及急、慢性气管炎的中药组合物及其制备方法
2018 年	民族中药匠心产品	金振口服液
2019 年	中国最具创新力制剂品种	金振口服液
2022 年	西湖奖·最受药店欢迎的明星单品	金振口服液

数据来源：公司官网，西南证券整理

金振口服液的治疗儿童新冠病毒感染多中心临床研究数据表现优异。2023年2月13日，由青岛大学附属医院牵头，吉林大学第一医院、上海市公共卫生临床中心、上海市浦东医院共同参与的“关于金振口服液治疗儿童新冠病毒感染多中心临床研究”的研究成果形成的文献已被SCI期刊《Frontiers In Pharmacology》录用，该杂志影响因子高达5.988，引用分数为6.6。研究展开实效性随机对照、多中心、优效检验，入组240例病例数，其中试验组金振口服液117例，对照组金花清感颗粒123例，设置疗程为14天。该研究结果显示金振口服液具有明显缩短新型冠状病毒感染患儿病毒首次转阴时间及住院时间的作用，疗效优于对照组药品，且与对照组药品比较，治疗7天可明显促进干咳症状消失，治疗14天可明显缩短咽痛症状消失时间，同时在缩短干咳、咳痰、咽干、鼻塞、流涕症状消失时间方面具有作用趋势，该研究成果为金振口服液在儿童抗新冠感染领域提供了确切严谨的支持。

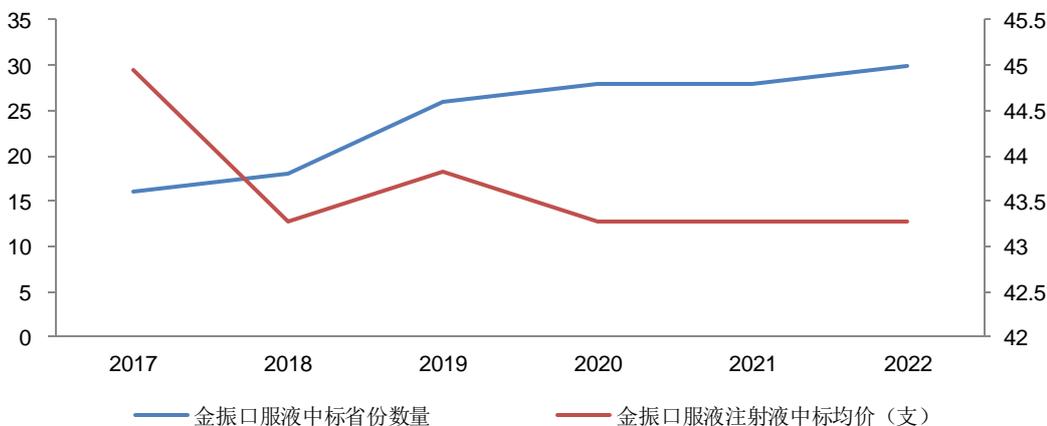
**图 26：新型冠状病毒首次转阴时间（天）**


数据来源：SCI 期刊《Frontiers In Pharmacology》，西南证券整理

**图 27：新冠病毒感染患儿住院时间（天）**


数据来源：SCI 期刊《Frontiers In Pharmacology》，西南证券整理

公司金振口服液 2022 年中标 30 省，中标均价较为稳定。金振口服液中标省份从 2017 年中标 16 省到 2022 年中标 30 省，覆盖面推广迅速。金振口服液近年中标价较为稳定，根据药智网查询结果，自 2018 年下降至 43.28 元/支后，2020-2022 年中标价也以 43.28 元/支为主。

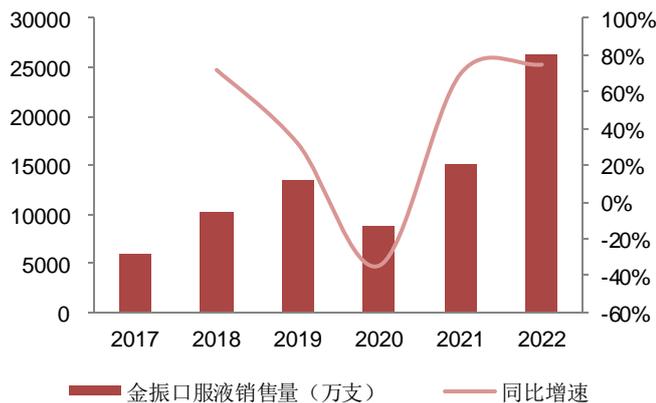
**图 28：2017 年-2022 年金振口服液中标省份数量及中标均价（元/支）**


数据来源：公司公告，药智网，西南证券整理

金振口服液 2022 年销售量为 2.63 亿支，同比增长 74.8%，2022 年估算销售额约 10 亿元，呈现疫后恢复性增长。金振口服液 2002 年获批，2017-2019 年保持稳健增长，2017-2019 年金振口服液销售量 CAGR 为 50.5%。2020 年疫情初期，医院常规门诊未能正常接诊，尤其医疗机构儿科等门诊量下降幅度较大，且随着大家防护意识和措施的增强，感冒发烧等病源减少，金振口服液主要销售群体为儿童，销量下降幅度较大。近年来，公司持续深化金振口服液在儿童用药的口碑，持续加大医院的覆盖率和空白区域的开拓，中标省份数持续增加。2021 年金振口服液迅速恢复至疫情前水平，2021 年金振口服液销量为 1.5 亿支，同比增加 69.8%。2022 年金振口服液提速恢复，销售额突破 10 亿元，一跃成为公司业绩贡献第一的大品种。

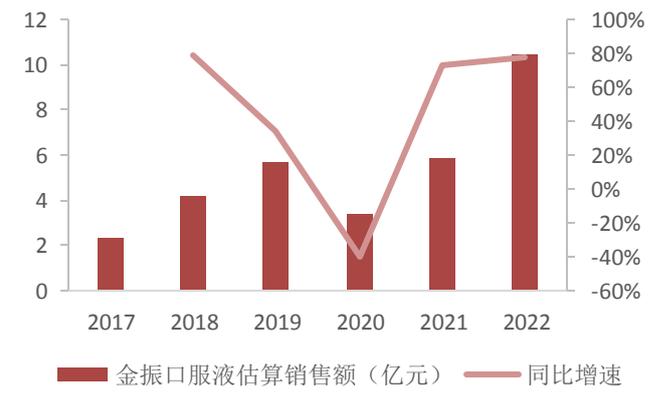
**金振口服液战略规划：**公司强力打造“金振口服液”儿科祛痰止咳第一梯队品牌。充分利用独家基药品种、儿童药品的优势加快医院终端开发工作，重点开发高端综合医院、专科医院和县区级综合人民医院。基层市场呈现较好发展态势，持续优化基层终端资源，产品覆盖持续加大。在抗击新冠疫情期间，完成了多中心儿童新冠病毒感染临床实验的研究，并发挥“儿童抗病毒和祛痰止咳中成药”“多省市儿童新冠推荐用药”的治疗优势，实现产品覆盖率、市场规模的不断提升。

图 29：2017 年-2022 年金振口服液销售量情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：2017 年-2022 年金振口服液估算销售额情况

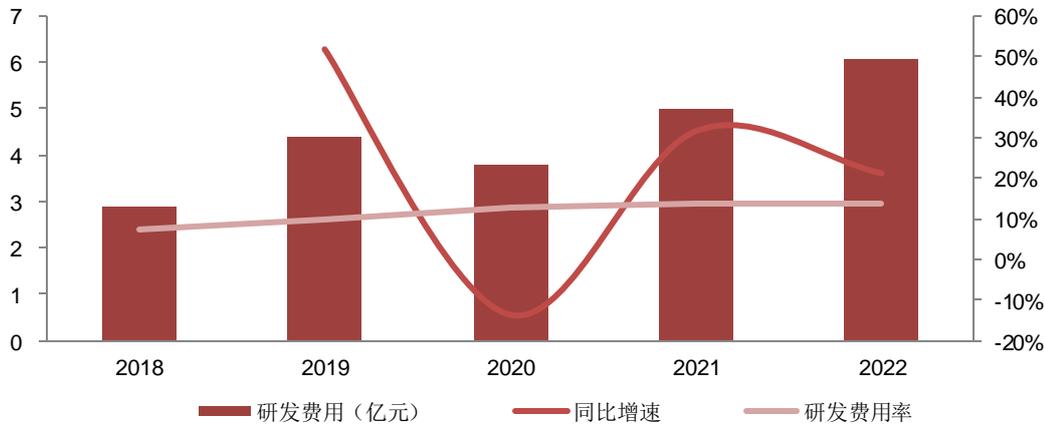


数据来源：PDB 数据库，西南证券整理

### 3 中药创新步入新时代，持续加码中药新药研发和国际化

#### 3.1 公司持续加码新药研发，中药创新步入新时代

公司研发投入力度大，持续加码创新研发。2022 年公司研发费用为 6.1 亿元，同比增长 21.2%，研发费率为 13.9%。公司极重视研发创新，研发费用率远高于可比公司。2020 年、2021 年公司研发费率分别为 12.6%、13.9%，均高于可比公司，体现公司对于研发创新有极高的重视程度。

**图 31：2018 年-2022 年公司研发费用及研发费用率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 11：可比公司研发费用及研发费用率**

可比公司	2020 研发费用 (亿元)	2020 年研发费用率 (%)	2021 研发费用 (亿元)	2021 研发费用率 (%)
天士力	6.89	3.93	5.8	7.29
步长制药	5.33	3.33	4.09	2.59
以岭药业	6.54	7.45	7.92	7.83
红日药业	1.80	2.78	2.03	2.65
济川药业	2.44	3.95	5.23	6.86
<b>平均</b>	<b>4.60</b>	<b>4.29</b>	<b>5.01</b>	<b>5.44</b>
<b>康缘药业</b>	<b>3.80</b>	<b>12.55</b>	<b>6.06</b>	<b>13.92</b>

数据来源：Wind，西南证券整理

公司整体科研及技术开发能力较强，截至 2022 年末公司获得发明专利授权 571 件，拥有中药新药 54 个、化学药新药 9 个，在国内中药企业中处于领先地位。截至 2022 年末有 19 个研发项目，其中有 3 个化药项目（1 项申报临床、2 项 II 期临床）；1 个生物制品（I 期临床）；15 个中药项目（1 项获批注册批件、3 项 III 期临床、8 项 II 期临床、1 项 I 期临床、2 项上市后临床研究）。从研发项目的适应症中可看出，公司主要以儿科类药物、精神类药物、老年病药物等为重点研究方向。

公司拥有一支近 500 名科研人员组成的研究队伍，涵盖中药学、天然药物化学、药物化学、药剂学、药物分析、药理毒理和临床医学等专业领域。具有丰富的新药研制、中试放大研究及产业化经验，人员及专业配备合理。公司先后建设了国家博士后科研工作站、国家认定企业技术中心、中药制药过程新技术国家重点实验室、中成药智能制造国家地方联合工程研究中心等国家级科研平台。与南京中医药大学、中科院上海药物研究所、沈阳药科大学、上海中医药大学、英国曼彻斯特大学生命科学学院等共建联合实验室，开展产学研深度合作，在自主创新的基础上，加强与国内外一流科研机构的协同创新，可以保证公司产品梯队的不断壮大和深入研究。

**表 12：公司中药新药和化药新药在研管线**

研发项目 (含一致性评价项目)	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否 处方药	是否属于 中药保护品种	研发(注册) 所处阶段
散寒化湿颗粒新药研发	散寒化湿颗粒	经典名方 3.2 类	寒湿郁肺所致疫病	是	否	获批注册批件
KY0135 片临床前研究	KY0135 片	化药创新药 1 类	晚期实体瘤	是	否	申报临床
苻蓉润通口服液临床研究	苻蓉润通口服液	中药创新药 1.2 类	老年便秘	是	否	II 期临床研究
芪白平肺颗粒临床研究	芪白平肺颗粒	中药创新药 1.1 类	慢性阻塞性肺病	是	否	II 期临床研究
泽泻降脂胶囊临床研究	泽泻降脂胶囊	中药创新药 1.2 类	高脂血症	是	否	I 期临床研究
紫辛鼻渊颗粒临床研究	紫辛鼻渊颗粒	中药创新药 1.1 类	过敏性鼻炎	是	否	III 期临床研究
参蒲盆炎颗粒临床研究	参蒲盆炎颗粒	中药创新药 1.1 类	盆腔炎性疾病后遗症	是	否	III 期临床研究
冠心平颗粒临床研究	冠心平颗粒	中药创新药 1.1 类	稳定性冠心病心绞痛	是	否	II 期临床研究
热毒宁颗粒临床研究	热毒宁颗粒	中药改良型新药 2.1 类	流行性感冒	是	否	II 期临床研究
伤科天芍凝胶临床研究	伤科天芍凝胶	中药创新药 1.1 类	急性软组织损伤	是	否	II 期临床研究
麻杏止咳颗粒临床研究	麻杏止咳颗粒	中药创新药 1.1 类	支气管哮喘慢性持续期(热哮)	是	否	II 期临床研究
六味地黄苷糖片临床研究	六味地黄苷糖片	原中药 5 类	妇女更年期综合征	是	否	III 期临床研究
九味疏风平喘颗粒临床研究	九味疏风平喘颗粒	中药创新药 1.1 类	支气管哮喘慢性持续期(风哮)	是	否	II 期临床研究
KY0467 临床研究	KY0467	化药创新药 1 类	小儿手足口病	是	否	II 期临床研究
氟诺哌齐片临床研究	氟诺哌齐片	化学创新药 1 类	阿尔茨海默症	是	否	II 期临床研究
KYS202002A 临床研究	KYS202002A	生物制品 1 类	多发性骨髓瘤	是	否	I 期临床研究
银杏二萜内酯葡胺注射液 临床研究	银杏二萜内酯葡 胺注射液	原中药 5 类	脑卒中急性期	是	否	II 期临床研究
热毒宁注射液研究	热毒宁注射液	原中药 2 类	病毒性肺炎	是	否	上市后临床研究
金振口服液儿童新冠感染研究	金振口服液	原中药 3 类	儿童新冠病毒感染	否	否	上市后临床研究

数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 13：2022 年呈交监管部门审批、通过审批的药(产)品情况**

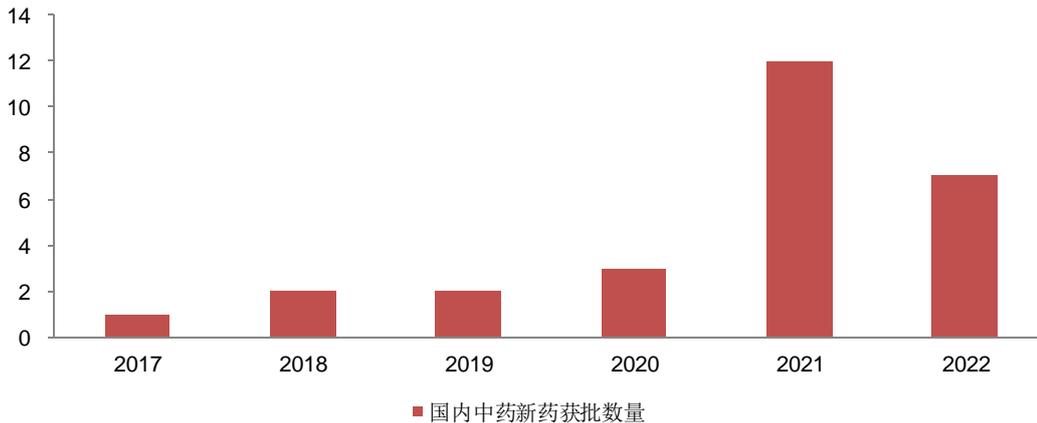
药品名称	注册分类	申报企业	所处阶段	适应症 / 功能主治
散寒化湿颗粒	中药 3.2 类	江苏康缘药业股份有限公司	获得药品注册证书	散寒化湿、宣肺透邪、辟秽化浊、解毒通络。用于寒湿郁肺所致疫病，症见发热，乏力，周身酸痛，咳嗽，咯痰，胸闷憋气，纳呆，恶心，呕吐，腹泻，大便粘腻不爽；舌质淡胖齿痕或淡红，舌苔白厚腻、或腐腻，脉滑或濡。
苓桂术甘颗粒	中药 3.1 类	江苏康缘药业股份有限公司	获得药品注册证书	温阳化饮，健脾利湿。用于中阳不足之痰饮。症见胸胁支满，目眩心悸，短气而咳，舌苔白滑，脉弦滑。
金振口服液	中药 2.3 类	江苏康缘药业股份有限公司	获批药物临床试验批准通知书	增加适应症：儿童病毒性肺炎
大林红景天胶囊	中药 2.3 类	江苏康缘药业股份有限公司	获批药物临床试验批准通知书	增加适应症：急性高原反应
苻蓉总苷胶囊	中药 2.3 类	江苏康缘药业股份有限公司	获批药物临床试验批准通知书	增加适应症：用于阿尔茨海默病(AD)轻中度痴呆中医辨证属髓海不足患者的症状改善治疗
枣柏安神颗粒	中药 1.1 类	江苏康缘药业股份有限公司	获批药物临床试验批准	肝血不足、虚热内扰所致的慢性失眠症

药品名称	注册分类	申报企业	所处阶段	适应症 / 功能主治
		公司	通知书	
吸入用乙酰半胱氨酸吸入溶液	化药 4 类	江苏康缘药业股份有限公司	获得药品注册证书	治疗浓稠粘液分泌物过多的呼吸道疾病如：急性支气管炎、慢性支气管炎及其病情恶化者、肺气肿、粘稠物阻塞症以及支气管扩张症。

数据来源：公司公告，西南证券整理

**中药新药获批数量逐年增加，中药创新迎来新时代。**2007 年药品注册制度变更，现代药物研发标准不断提高，中国中药新药注册申报数在 2007 年后呈现断崖式下滑。2017-2022 年中药新药获批数量逐年增加，近 6 年一共获批 27 款中药新药，其中 2021 年获批 12 款，标志着中药创新正在迎来新时代。2022 年国家药监局共批准 7 个中药新药上市，其中 4 款中药新药集中在 2022 年 12 月获批上市。尽管 2022 年获批中药新药较 2021 年有所下滑，但国内药企对中药新药研发热情持续升温。2022 年获批的 7 个中药新药，包括华春药业的参葛补肾胶囊、安邦制药的芪胶调经颗粒、康缘药业的苓桂术甘颗粒和散寒化湿颗粒、康恩贝的黄蜀葵花总黄酮口腔贴片、人福医药的广金钱草总黄酮胶囊、珙诺基的淫羊藿素软胶囊。

图 32：2017 年-2022 年国内中药新药获批数量



数据来源：CDE，西南证券整理

**公司新药研发初见成效。**在 2017-2022 年获批的 27 款中药新药中，康缘药业获批 4 项，分别是苓桂术甘颗粒、散寒化湿颗粒、银翘清热片和筋骨止痛胶囊。且在上市中药新药中，银翘清热片获批首个 1.1 类新药、苓桂术甘颗粒获批首个 3.1 类新药。

表 14：2017-2022 年获批的中药新药

药品名称	企业名称	上市时间	注册分类	适应症
参葛补肾胶囊	华春药业	2022 年 12 月 29 日	1.1	益气，养阴，补肾，适用于轻、中度抑郁症中医辨证属气阴两虚、肾气不足证
芪胶调经颗粒	安邦制药	2022 年 12 月 27 日	1.1	用于上环所致经期延长中医辨证属气血两虚证
苓桂术甘颗粒	康缘药业	2022 年 12 月 27 日	3.1	中阳不足之痰饮。症见胸胁支满，目眩心悸，短气而咳，舌苔白滑，脉弦滑。
黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	康恩贝	2022 年 12 月 21 日	1.2	用于心脾积热所致轻型复发性口腔溃疡，症见口腔黏膜溃疡，局部红肿、灼热疼痛等。
散寒化湿颗粒	康缘药业	2022 年 10 月 8 日	3.2	散寒化湿、宣肺透邪、辟秽化浊、解毒通络。用于寒湿郁肺所

药品名称	企业名称	上市时间	注册分类	适应症
				致疫病，症见发热，乏力，周身酸痛，咳嗽，咯痰，胸闷憋气，纳呆，恶心，呕吐，腹泻，大便粘腻不爽；舌质淡胖齿痕或淡红，舌苔白厚腻、或腐腻，脉滑或濡。
广金钱草总黄酮胶囊	人福医药	2022年9月14日	1.2	治疗尿路结石（湿热蕴结）。
淫羊藿素软胶囊	珙诺基	2022年1月10日	1.2	用于治疗晚期肝癌患者。
七蕊胃舒胶囊	健民集团	2021年12月31日	1.1	轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛。
解郁除烦胶囊	以岭药业	2021年12月16日	1.1	轻中度抑郁症。
虎贞清风胶囊	一力制药	2021年12月16日	1.1	急性痛风性关节炎。
玄七健骨片	方盛制药	2021年11月26日	1.1	轻中度膝骨关节炎。
芪蛭益肾胶囊	凤凰制药	2021年11月26日	1.1	早期糖尿病肾病。
坤心宁颗粒	天士力	2021年11月26日	1.1	女性更年期综合征。
<b>银翘清热片</b>	<b>康缘药业</b>	<b>2021年11月10日</b>	<b>1.1</b>	<b>外感风热普通感冒。</b>
益气通窍丸	东方华康	2021年9月14日	6	季节性过敏性鼻炎。
益肾养心安神片	以岭药业	2021年9月1日	6	失眠症。
清肺排毒颗粒	中医科学院中医临床基础医学研究所	2021年3月2日	3.2	新冠肺炎。
化湿败毒颗粒	一方制药	2021年3月2日	3.2	新冠肺炎。
宣肺败毒颗粒	步长制药	2021年3月2日	3.2	新冠肺炎。
连花清咳片	以岭药业	2020年5月15日	6.1	气管、支气管炎所致咳嗽。
<b>筋骨止痛凝胶</b>	<b>康缘药业</b>	<b>2020年4月9日</b>	<b>6.1</b>	<b>肢体关节损伤、炎症、软组织劳损、慢性筋膜炎、肌肉酸痛等症状。</b>
桑植总生物碱片	五和博澳	2020年3月27日	5	糖尿病。
小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药	2019年12月27日	6.2	小儿急性支气管炎风寒化热证。
芍麻止痉颗粒	天士力	2019年12月26日	6.1	Tourette 综合征及慢性抽动障碍中医辨证属肝亢风动、痰火内扰者。
金蓉颗粒	广州康源	2019年12月25日	6	乳腺增生病痰瘀互结、冲任失调证。
关黄母颗粒	通化万通	2018年2月2日	6	更年期综合征肝肾阴虚证。
丹龙口服液	浙江康德	2017年10月15日	3	中医热哮证、支气管哮喘。

数据来源：CDE，药智网，西南证券整理

## 3.2 公司中药新药研发步入收获期，近6年获批上市的27款中药新药中独占4款

### 3.2.1 筋骨止痛凝胶：2020年获批上市中药新药，当年即纳入国家医保，相比于传统中药外用制剂具有多重优势

筋骨止痛凝胶为公司独家品种，是2020年4月获批上市的6.1类中药新药，已纳入国家医保目录。适应症为活血理气，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。其成份为醋延胡索、川芎、威灵仙、伸筋草、东北透骨草、路路通、海桐皮、防风、花椒、牛膝、薄荷脑、冰片。2020年12月28日，筋骨止痛凝胶经谈判纳入《国家医保目录》，对销售起到积极作用。

图 33：筋骨止痛凝胶包装示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

中医药是我国膝骨关节炎防治的主要手段之一，尤其是极具特色的中医外治法具有独特优势。膝关节炎性关节的治疗方法主要有药物治疗和修复性治疗和重建治疗三类。化学药物治疗多使用镇痛药、非甾体抗炎药、阿片类止痛药、激素类药物等，长期服用易产生胃肠道、肾功能、凝血功能、中枢神经系统损伤等副作用。修复性治疗和重建治疗属于外科手术治疗，存在创伤大，患者恢复时间长，而且手术后可能存在并发症的风险等。中医治疗具有独特优势，中药热敷熏洗被临床广泛应用。

筋骨止痛凝胶相比于传统中药外用制剂具有方便给药、降低刺激性、利于药物释放与吸收等优势。筋骨止痛凝胶是在中国中医研究院骨科专家孙树椿教授临床经验方基础上研发，在清代御医方“骨伤膝药”的基础上加减化裁而来。开发为外用凝胶制剂，相比于传统中药外用制剂具有方便给药、降低刺激性、利于药物中各成分通过透皮吸收而发挥作用和避免胃肠道吸收和肝脏首过代谢的特点和优势。

现有临床试验证明筋骨止痛凝胶的有效性和安全性可以给膝骨关节炎带来较大收益：

1) 有效性：III期临床试验中试验组的主要疗效指标和次要疗效指标均优于安慰剂组，说明筋骨止痛凝胶对膝骨关节炎肾虚筋脉瘀滞证的症状有改善作用。

表 15：筋骨止痛凝胶III期临床试验主要疗效指标和次要疗效指标

试验分组	WOMAC 疼痛指数			WOMAC 评分（3周后）				中医证候疗效	
	Baseline (mm)	用药 3 周后下降值 (mm)	试验组与安慰剂组差值及其 95%CI	总积分下降率	上下楼梯疼痛评分下降率	僵硬评分下降值 (mm)	关节活动评分下降值 (mm)	有效率	总有效率
试验组	36.72	16.30	12.03(10.35,13.71)	43.80%	42.90%	10.10	14.75	22.04%	79.58%
安慰剂组	35.47	4.27		11.94%	10.85%	3.17	4.01	5.56%	15.28%

以上数据均有统计学差异

数据来源：CDE 技术审评报告，西南证券整理

**2) 安全性:** II期、III期和关键性临床试验的试验组共计 671 例安全性数据显示, 仅出现 3 例轻度不良反应 (皮肤红肿、瘙痒和 ALT 轻度升高)。

**表 16: 筋骨止痛凝胶安全性评价数据**

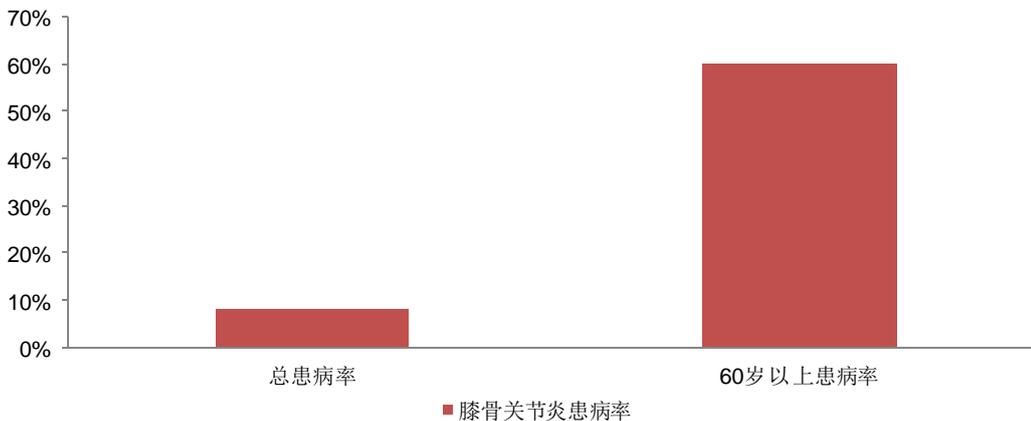
临床试验 (n=671)		例数	发生率	严重例数
II 期	不良事件	13	5.42%	无
	不良反应	1 (局部瘙痒红肿)	/	无
III 期	不良事件	16	3.71%	1 (带状疱疹, 与试验药物无关)
	不良反应	2 (ALT 轻度升高、轻度皮肤过敏)	/	无
1 例 ALT 轻度升高患者因无不适症状, 患者拒绝复查, 与药物关系判断为可疑				

数据来源: CDE 技术审评报告, 西南证券整理

**膝关节骨性关节炎是最常见的骨性关节炎。**骨关节炎 (OA) 是一种严重影响患者生活质量的关节退行性疾病, 好发于中老年人群, 发病率高, 65 岁以上人群 50% 以上为 OA 患者, 累及部位包括膝、髋、踝、手和脊柱等。膝关节骨性关节炎是最常见的骨性关节炎, 发病原因和发病机制尚不明确, 可能与年龄、机械磨损、撞击、免疫反应、自由基、骨内压增高和细胞因子等因素有关。

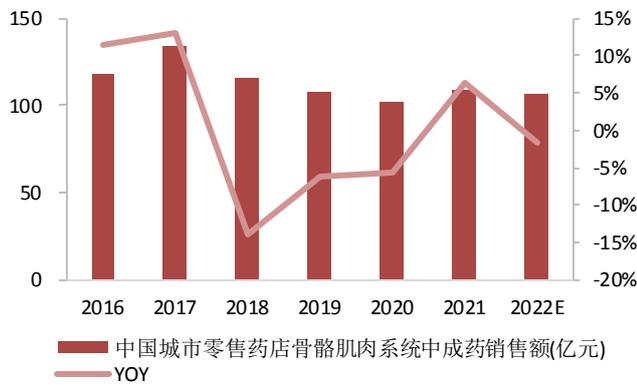
我国膝关节关节炎的患病率为 8.1%, 60 岁以上老年人发病率为 60.1%, 患者人群庞大。根据《骨关节炎诊疗指南 (2018 年版)》, 膝关节症状性骨关节炎的患病率为 8.1%。根据《我国社区中老年人膝关节关节炎发病趋势分析》, 60 岁以上老年人发病率为 60.1%, 50-60 岁中老年人发病率为 39.9%, 患者人群庞大。

**图 34: 我国膝关节关节炎的患病率情况**

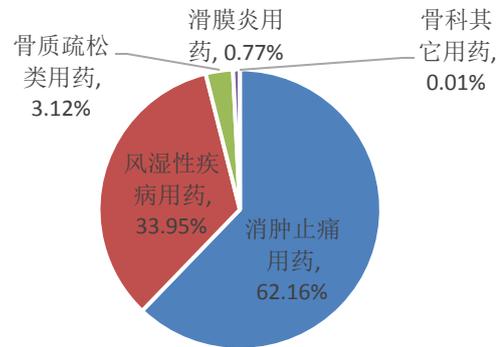


数据来源: 骨关节炎诊疗指南 (2018 年), 《我国社区中老年人膝关节关节炎发病趋势分析》, 西南证券整理

2022 年中国城市零售药店终端骨骼肌肉系统疾病中成药销售额近 107 亿元, 其中消肿止痛用药占比 62.2%。根据米内网数据库, 消肿止痛用药 2022 年销售额排名前三位的分别为消痛贴膏 6.9 亿元 (占比 10.3%)、云南白药气雾剂 6.3 亿元 (占比 9.5%)、麝香祛痛搽剂 4.8 亿元 (占比 7.2%)。2022 年筋骨止痛凝胶销售额为 3186 万元 (+417.7%), 约占消肿止痛用药市场的 0.5%, 筋骨止痛凝胶市占率有较大提升空间。

**图 35：2016 年-2022 年中国城市实体药店骨骼肌肉系统中成药销售额**


数据来源：米内网，西南证券整理

**图 36：2022 年中国城市零售药店骨骼肌肉疾病中成药亚类销售占比**


数据来源：米内网，西南证券整理

### 3.2.2 银翘清热片：首个获批上市的 1.1 类中药新药，治疗外感风热型普通感冒效专力强

自 2020 年 7 月 1 日新的中药注册分类实施以来，银翘清热片于 2021 年 11 月获批上市，是首个获批上市的 1.1 类中药新药，也是近 5 年来首个获批上市的感冒中药创新药，于 2022 年进入国家乙类医保。其适应症为辛凉解表，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。其成份为金银花、葛根、连翘、知母、升麻等。

治疗外感风热型普通感冒效专力强。银翘清热片处方是中国工程院院士王永炎教授，在温病学派的代表人物、清末名医沈汉卿的《温热经解》中的方剂银翘败毒汤基础上加减化裁而来，考虑临床常用祛风清热方透表解肌之力不强，以至于方药起效较慢，易大寒之石膏为知母，取知母性苦微咸，清肺肾蕴热并可“坚阴”卫气出下焦而实上焦司开合的作用，为本方创新之处；同时去原方中特别针对温痧的马勃（清热止血）和僵蚕（祛风止痒），加入轻清宣透的薄荷和解表升浮的升麻，加强透表解肌之力。全方既具有祛风清热，发表解肌，又具有清泻肺热，利咽止痛，泻火解毒，止咳化痰的功效，治疗外感风热型普通感冒效专力强。

III 期临床结果显示银翘清热片治疗外感风热型普通感冒具有较好的临床疗效。药效学研究结果显示，银翘清热片具有抗病毒作用（甲、乙型流感病毒）、抑菌作用、解热作用、抗炎作用。由北京中医药大学东直门医院作为临床负责单位组织开展的多中心、随机、双盲、安慰剂/阳性药平行对照 III 期临床试验结果显示，治疗 3 天后，银翘清热片组主症（发热、咽痛、恶风、鼻塞、流涕）消失率为 62.12%、银翘解毒片阳性药组为 27.50%、安慰剂组为 14.29%；银翘清热片组与安慰剂组主症消失率差值为 47.83%， $P < 0.0001$ ；银翘清热片组与银翘解毒片阳性药组主症消失率差值为 34.62%， $P < 0.0001$ ，治疗外感风热型普通感冒具有较好的临床疗效。

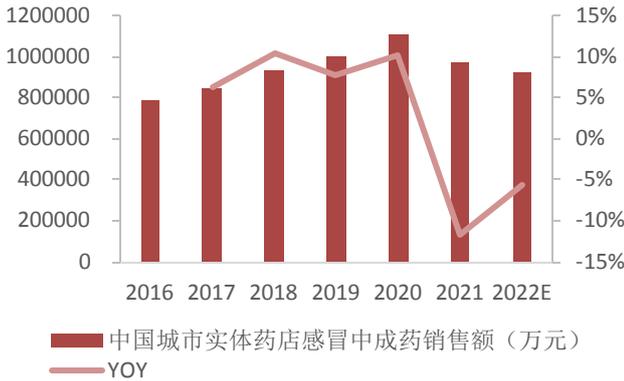
**表 17：银翘清热片 III 期临床试验**

试验分组	3 天内主症消失率	差值
银翘清热片组	62.12%	
银翘清热片阳性药组	27.50%	47.83% ( $P < 0.0001$ )
对照组	14.29%	34.62% ( $P < 0.0001$ )

数据来源：公开资料，西南证券整理

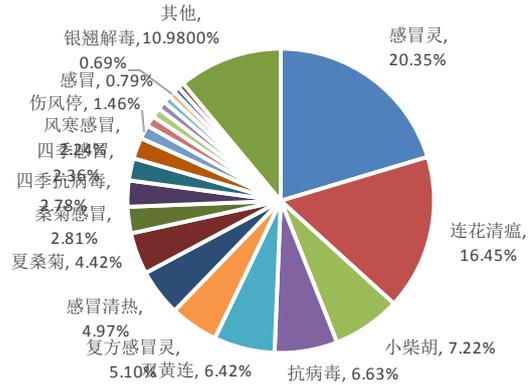
2022年中国城市实体药店终端感冒中成药销售额预计约92亿元，同比下降5.5%。由于疫情影响，2021-2022年受零售药店四类药管控政策影响，实体药店感冒中成药近两年的规模持续下降。中国城市实体药店终端感冒中成药市场规模从2017年的84亿元增长至2022年的92亿元，2017-2022年感冒中成药市场规模CAGR为1.8%。将感冒亚类的中成药按照通用名划分，2022年预估在中国城市实体药店中销售额前三名的分别为感冒灵(20.4%)、连花清瘟(16.5%)、小柴胡(7.2%)，其中银翘解毒占比0.69%。

图 37：2016 年-2022 年中国城市实体药店感冒中成药销售额



数据来源：米内网，西南证券整理

图 38：2022 年中国城市实体药店感冒中成药通用名销售额占比



数据来源：米内网，西南证券整理

### 3.2.3 散寒化湿颗粒：源于五大经典名方化裁，结合抗疫一线临床诊疗经验

源于五大经典名方化裁，结合抗疫一线临床诊疗经验。2022年10月9日，国家药品监督管理局批准3.2类中药新药散寒化湿颗粒上市，康缘药业对散寒化湿颗粒项目累计研发投入约7354万元。康缘药业将该方按照古代经典名方中药复方制剂中的3.2类“其他来源于古代经典名方的中药复方制剂”注册要求，散寒化湿颗粒荟萃（汉、宋、明、清）四朝，五大经典名方，包括：明·达原引、宋·神术散、清·藿朴夏苓汤、汉·麻杏石甘汤、汉·葶苈大枣泻肺汤，结合疫情期间临床实际使用药物的生产工艺，由中国中医科学院广安门医院全小林院士研制开发成散寒化湿颗粒。散寒化湿颗粒成分：生麻黄、生石膏、苦杏仁、羌活、葶苈子、绵马贯众、地龙、徐长卿、广藿香、佩兰、苍术、云苓、白术、焦山楂、焦六神曲、焦麦芽、厚朴、焦槟榔、煨草果、生姜。功能主治：用于寒湿郁肺所致疫病（包括寒湿郁肺型新型冠状病毒肺炎及疑似患者）。症见发热，乏力，周身酸痛，咳嗽，咯痰，胸紧憋气，纳呆，恶心，呕吐，大便粘腻不爽。

抗击新冠展现良好疗效，有望进入医保，产品放量可期。在此次新冠疫情中，散寒化湿颗粒也被国家及地方新冠诊疗方案推荐使用新冠普通型患者治疗，并推荐可连续服用6天。散寒化湿颗粒在武汉及全国疫情中挥了极高的临床价值，据统计：武汉覆盖人群5万人，使用72.3万付；在后续2年多疫情防控阻击战中，河南、吉林、江苏等多省市，覆盖人群达到30余万人，使用220余万付，表现出良好的治疗和防范效果。

图 39：散寒化湿颗粒产品图片



图 40：散寒化湿颗粒来自五大经典名方



数据来源：Wind, 西南证券整理

数据来源：Wind, 西南证券整理

### 3.2.4 苓桂术甘颗粒：首个获批上市的 1.1 类中药新药，产品适应症较广，发展空间可期

2022 年 12 月 27 日，首个按古代经典名方目录管理的中药复方制剂苓桂术甘颗粒通过技术审评，获批“中药 3.1 类新药”上市。苓桂术甘颗粒的上市是深入发掘中医药宝库精华，推进古代经典名方向新药转化的一次生动实践。公司肖伟教授团队和上海中医药大学季光教授团队对苓桂术甘汤历代医籍、医案进行系统梳理，明确了关键信息：完成了药材基原、药用部位、饮片炮制、基准样品、制剂工艺等系统研究，建立了符合中药特点的全过程、多维度的质量控制体系，保障制剂质量稳定、可控。

该药品处方来源于汉·张仲景《金匱要略》，已列入《古代经典名方目录(第一批)》。《金匱要略》记载：“心下有痰饮，胸胁支满，目眩，苓桂术甘汤主之”；“夫短气有微饮，当从小便去之，苓桂术甘汤主之”。苓桂术甘汤为温化水湿的代表方，具有温阳化饮，健脾利湿功效。苓桂术甘颗粒功能主治：温阳化饮，健脾利湿。用于中阳不足之痰饮。症见胸胁支满，目眩心悸，短气而咳，舌苔白滑，脉弦滑。其成药制剂的上市将有利于促进古代经典名方在临床更广泛的使用，并有助于提升中医临床服务水平及患者用药的便捷性。苓桂术甘颗粒未来有望进入医保，产品放量可期。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

关键假设：

- 1) 注射剂板块：银杏二萜内酯葡胺注射液预期疫后恢复性增长，持续在已开发的院内做量的增长，预计 2023-2025 年销量增速为 15%/15%/10%，销售单价维持不变；热毒宁注射液预期疫后恢复性增长，市场渗透率持续提升，预计 2023-2025 年销量增速为 30%/20%/20%，销售单价维持不变。
- 2) 胶囊板块：考虑到核心胶囊产品的市场推广增速平稳，预计桂枝茯苓胶囊 2023-2025 年销量增速为 5%/5%/5%，预计天舒胶囊 2023-2025 年销量增速为 5%/5%/5%，

预计抗骨增生胶囊 2023-2025 年销量增速为 10%/10%/10%，预计腰痹通胶囊 2023-2025 年销量增速为 5%/5%/5%。各品类胶囊销售单价维持不变。

- 3) **口服液板块**：考虑到金振口服液为儿童用药，使用疗效和口碑较好，且为公司重点开发市场的大品种，预计 2023-2025 年销量增速为 25%/20%/10%，销售单价维持不变；考虑到黄芪精口服液疫后恢复性增长，且规模较小，预计 2023-2025 年销量增速为 30%/30%/30%。
- 4) **片丸剂**：考虑到参乌益肾片的市场推广力度持续加大，预计 2023-2025 年销量增速为 25%/20%/10%，销售单价维持不变；考虑到其余品种规模较小，增长动力有待提升，预计通塞脉片 2023-2025 年销量增速为 9%/5%/5%，销售单价维持不变。
- 5) **贴剂板块**：考虑到复方南星止痛膏疫后恢复性增长，市场渗透率稳步提升，预计 2023-2025 年销量增速为 5%/5%/5%，销售单价维持不变。
- 6) **颗粒剂、冲剂**：考虑到杏贝止咳颗粒的市场推广力度持续加大，预计 2023-2025 年销量增速为 60%/45%/20%，销售单价维持不变；九味熄风颗粒销售规模尚小，增长动力有待提升，预计 2023-2025 年销量增速 5%/5%/5%，销售单价维持不变；散寒化湿颗粒和岑桂术甘颗粒 2022 年年末获批，规模较小，预计未来有望进入医保，实现放量。
- 7) **凝胶板块**：筋骨止痛凝胶 2020 年上市，目前规模较小，市场需求量较高，预计 2023-2025 年销量增速为 250%/140%/50%，销售单价维持不变。

表 18：分剂型收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
注射剂	收入	14.5	17.8	21.0	24.2
	增速	11.3%	22.8%	17.6%	15.6%
	毛利率	73.6%	74.0%	74.0%	74.0%
胶囊	收入	8.7	9.8	10.4	11.1
	增速	-10.2%	12.7%	6.1%	6.2%
	毛利率	61.1%	62.0%	63.0%	63.0%
口服液	收入	11.2	14.1	17.0	19.1
	增速	68.5%	25.5%	20.9%	11.8%
	毛利率	80.1%	81.0%	81.5%	81.5%
片丸	收入	3.4	4.3	5.4	7.0
	增速	16.6%	28.1%	24.9%	28.6%
	毛利率	65.7%	65.7%	65.7%	65.7%
贴剂	收入	2.3	2.4	2.5	2.6
	增速	-5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	83.8%	84.0%	84.0%	84.0%
颗粒剂、冲剂	收入	2.8	3.9	5.7	7.2
	增速	104.9%	40.6%	45.1%	25.6%
	毛利率	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
凝胶剂	收入	0.3	1.1	2.7	4.0
	增速	417.7%	250.0%	140.0%	50.0%
	毛利率	84.9%	85.0%	85.0%	85.0%
其他	收入	0.3	0.3	0.4	0.5
	增速	-21.6%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	43.5	53.8	65.1	75.6
	增速	19.3%	23.7%	21.0%	16.1%
	毛利率	72.4%	73.3%	73.9%	74.0%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取以岭药业、红日药业、济川药业、片仔癀、同仁堂这五家与康缘药业业务相近的公司，2023年平均PE为30倍。公司是优秀的现代化创新型中药企业，银杏二萜内酯葡胺注射液、热毒宁注射液和金振口服液三大品种奠定扎实基础，杏贝止咳颗粒、参乌益肾片等二线梯队产品蓄势待发，丰富的在研管线未来可期。

表 19：可比公司估值（截至 2023 年 3 月 27 日）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002603.SZ	以岭药业	28.19	0.80	1.12	1.27	1.47	24	25	22	19
300026.SZ	红日药业	5.96	0.23	--	0.27	0.36	34	27	22	17
600566.SH	济川药业	27.32	19.4	--	2.56	2.88	15	11	11	9
600436.SH	片仔癀	278.8	4.03	--	5.31	6.43	108	70	53	43
600085.SH	同仁堂	49.57	0.89	1.02	1.20	1.42	50	49	41	35
平均值							46	36	30	25

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

药品降价预期风险；疫情复发风险；销售低于预期风险；研发失败的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4350.87	5383.86	6514.00	7563.26	净利润	441.92	559.82	715.28	838.02
营业成本	1214.09	1438.90	1697.87	1965.86	折旧与摊销	193.48	368.98	376.86	381.88
营业税金及附加	73.18	88.63	108.23	125.54	财务费用	-8.84	1.08	1.30	1.51
销售费用	1867.83	2315.06	2801.02	3252.20	资产减值损失	0.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	189.60	215.35	260.56	302.53	经营营运资本变动	365.16	362.78	75.29	32.52
研发费用	605.73	744.59	911.96	1058.86	其他	3.70	0.80	-2.14	-1.40
财务费用	-8.84	1.08	1.30	1.51	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>995.94</b>	<b>1293.46</b>	<b>1166.58</b>	<b>1252.54</b>
资产减值损失	0.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	35.85	-40.00	-40.00	-40.00
投资收益	4.20	6.00	6.00	6.00	其他	-199.79	6.00	6.00	6.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-163.94</b>	<b>-34.00</b>	<b>-34.00</b>	<b>-34.00</b>
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-234.50	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>454.81</b>	<b>586.25</b>	<b>739.06</b>	<b>862.76</b>	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-9.09	-21.62	-17.63	-17.54	股权融资	-81.94	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>445.72</b>	<b>564.63</b>	<b>721.43</b>	<b>845.23</b>	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.80	4.81	6.15	7.20	其他	148.15	-1.08	-1.30	-1.51
净利润	441.92	559.82	715.28	838.02	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-168.29</b>	<b>-1.08</b>	<b>-1.30</b>	<b>-1.51</b>
少数股东损益	7.45	12.90	12.31	15.95	<b>现金流量净额</b>	<b>663.86</b>	<b>1258.38</b>	<b>1131.28</b>	<b>1217.03</b>
归属母公司股东净利润	434.47	546.92	702.97	822.07					
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1601.30	2859.68	3990.96	5207.99	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	798.41	1170.33	1337.11	1552.06	销售收入增长率	19.25%	23.74%	20.99%	16.11%
存货	342.82	406.61	480.85	557.50	营业利润增长率	29.58%	28.90%	26.07%	16.74%
其他流动资产	987.33	262.57	282.00	300.05	净利润增长率	36.25%	26.68%	27.77%	17.16%
长期股权投资	4.09	4.09	4.09	4.09	EBITDA 增长率	16.21%	49.55%	16.83%	11.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2507.81	2191.94	1868.20	1539.43	毛利率	72.10%	73.27%	73.94%	74.01%
无形资产和开发支出	456.70	445.41	434.12	422.83	三费率	47.08%	60.85%	61.02%	61.02%
其他非流动资产	97.35	95.52	93.70	91.88	净利率	10.16%	10.40%	10.98%	11.08%
<b>资产总计</b>	<b>6795.80</b>	<b>7436.16</b>	<b>8491.03</b>	<b>9675.83</b>	ROE	8.96%	10.19%	11.52%	11.89%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.50%	7.53%	8.42%	8.66%
应付和预收款项	504.81	603.68	716.86	829.34	ROIC	11.99%	18.10%	26.49%	34.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.70%	17.76%	17.15%	16.48%
其他负债	1357.00	1338.67	1565.09	1799.38	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1861.81</b>	<b>1942.35</b>	<b>2281.94</b>	<b>2628.71</b>	总资产周转率	0.68	0.76	0.82	0.83
股本	584.60	584.60	584.60	584.60	固定资产周转率	1.79	2.36	3.24	4.46
资本公积	98.13	98.13	98.13	98.13	应收账款周转率	5.83	5.78	5.46	5.51
留存收益	4136.16	4683.08	5386.05	6208.12	存货周转率	3.52	3.79	3.78	3.75
归属母公司股东权益	4754.19	5301.11	6004.08	6826.16	销售商品提供劳务收到现金营业收入	115.52%	—	—	—
少数股东权益	179.80	192.70	205.01	220.96	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4933.99</b>	<b>5493.81</b>	<b>6209.09</b>	<b>7047.12</b>	资产负债率	27.40%	26.12%	26.87%	27.17%
负债和股东权益合计	6795.80	7436.16	8491.03	9675.83	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.09	2.52	2.77	2.99
					速动比率	1.90	2.31	2.55	2.77
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	639.45	956.31	1117.21	1246.16	每股收益	0.74	0.94	1.20	1.41
PE	36.73	29.18	22.70	19.41	每股净资产	8.44	9.40	10.62	12.05
PB	3.23	2.91	2.57	2.26	每股经营现金	1.70	2.21	2.00	2.14
PS	3.67	2.96	2.45	2.11	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	22.06	13.44	10.49	8.43					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn