

2023年05月13日

政策推动中药创新，核心药品放量增长

康缘药业(600557)

► 企业业绩走出低谷，营收恢复增长

公司打造三大核心品种产品集群，支撑公司整体业绩稳健增长。公司目前已基本消除新冠疫情和主要产品银杏二萜内酯葡胺注射液两次医保谈判降价影响，营收逐步与疫情前持平，以量换价效果逐步体现，并且呈现持续增长趋势。核心单品热毒宁注射液2022年广东集采降价温和，未来以恢复存量为主，且在稳定儿科基础上，逐步提升成人科室覆盖，深度挖掘急诊科室、呼吸科室及住院病房场景的市场潜力，未来有望成为过10亿品种。公司近几年优化产品结构，重点由注射液向非注射液转移，推动胶囊和口服液占比提高。在基药“986”和“1+X”政策推动下，金振口服液作为独家基药品种之一，产品聚焦核心高端医院开发和增长工作，基层市场呈现较好发展态势。未来儿科需求提升，中标省份增多，有望继续带动整体口服液营收。

► 产品结构平衡优化，打造多领域独家药品

公司产品适应症领域主要分为呼吸与感染、心脑血管、骨伤科和妇科疾病，产品布局完整，梯队合理。公司现有108个品种被列入2022版国家医保目录，独家品种24个；43个品种进入国家基药目录，其中独家品种6个。公司呼吸和抗感染性疾病用药有所下降，但仍占比最大近50%。妇科领域主打产品桂枝茯苓胶囊出自经典名方，且为独家基药品种，近年来稳步增长。公司骨伤科产品覆盖面广，包含贴剂、胶囊、凝胶剂等，筋骨止痛凝胶通过谈判进入2022年医保后销量加速提升。

公司近年持续加大研发费用投入，2022年研发费用达6.06亿元，费用率达13.9%，同类中药公司最高；公司已形成完善的研发管线，在研新药20多项，14个中药新药处于临床及以上阶段；随着政策不断利好中药，公司可借助东风更快推进在研产品的上市。

► 股权激励推动公司业绩增长

公司2022年9月发布2022年度限制性股票激励计划（调整后），拟向激励对象授予限制性股票数量880万股，占总股本的1.53%。此次激励的对象包括公司董事、销售高管、研发及销售系统核心人员共计149人。公司本次股权激励是继2017年股票期权激励以来近5年首次激励计划，从激励要求判断2022-2024年公司至少要做到利润端复合22%+增长，且非注射剂持续保持现在的高占比。

► 盈利预测与投资建议

公司产品管线丰富，独家和基药品类丰富，加之公司对创新药研发投入大，未来有望业绩放量。我们预计公司2023-2025年公司收入分别为52.5、62.6、73.6亿元，同比增长21%、20%、18%；实现归母净利润5.4、6.7、8.0亿元，同比增长25%、24%、19%，对应EPS为0.93/1.15/1.37元。对应2023年5月12日收盘价28.15元/股，PE为30X/25X/21X，首次覆盖，给予“增持”评级。

► 风险提示

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	28.15
股票代码：	600557
52周最高价/最低价：	33.71/12.08
总市值(亿)	164.56
自由流通市值(亿)	162.26
自由流通股数(亿)	576.43



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

业绩不及预期；公司新产品市场推广不及预期风险；产品研发进度不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,649	4,351	5,296	6,339	7,463
YoY (%)	20.3%	19.2%	21.7%	19.7%	17.7%
归母净利润(百万元)	321	434	542	671	799
YoY (%)	21.9%	35.5%	24.8%	23.8%	19.0%
毛利率 (%)	71.9%	72.1%	72.9%	73.2%	73.3%
每股收益 (元)	0.56	0.75	0.93	1.15	1.37
ROE	7.4%	9.1%	10.2%	11.2%	11.8%
市盈率	50.27	37.53	30.35	24.52	20.61

资料来源：公司公告，华西证券预测 注：股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

正文目录

1. 公司历史沿革与基本情况.....	5
1.1. 历史沿革与股权结构.....	5
1.2. 公司业务结构逐步优化，多品种均衡发展.....	6
2. 中药支持政策相继出台，未来市场潜力空间大.....	9
2.1. 国家多项中药政策落地，推动中药创新药发展.....	9
2.2. 中药市场逐步恢复，呈现稳步增长.....	10
2.3. 中药新药审批加快，推动中药研发.....	11
3. 产品结构优化升级，多品种营收稳定.....	13
3.1. 呼吸与抗感染系列：热毒宁注射液销量回暖，金振口服液表现亮眼.....	14
3.1.1 热毒宁注射液：销量触底反弹.....	14
3.1.2 金振口服液：高速放量，儿科祛痰止咳第一梯队品牌.....	15
3.2. 心脑血管系列：银杏二萜内酯葡胺注射液以量换价显著.....	17
3.3. 妇科系列：整体营收稳步增长，桂枝茯苓胶囊市占率稳定.....	18
3.4. 骨伤科：用药需求旺盛，公司多品种布局.....	19
3.5. 后续研发管线丰富，以学术赋能营销.....	21
4. 股权激励出台推动公司业绩发展.....	22
5. 盈利预测与投资建议.....	23
5.1. 盈利预测与估值.....	23
5.2. 投资建议.....	24
6. 风险提示.....	25

图表目录

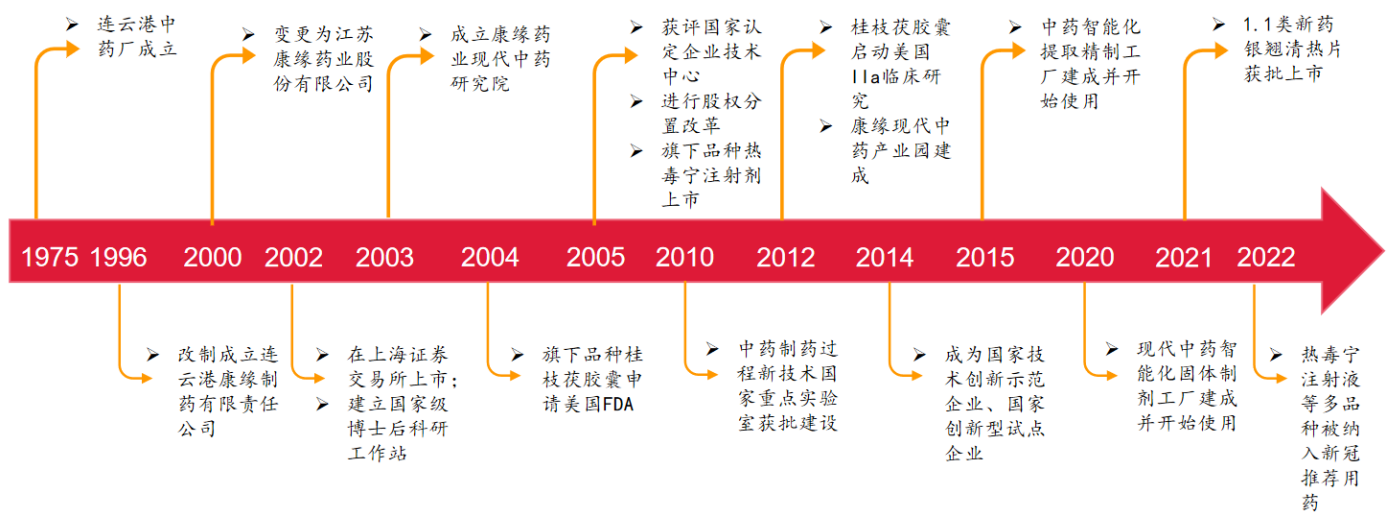
图 1 公司重大发展历程.....	5
图 2 公司股权结构（截至 2023Q1）.....	6
图 3 公司营业收入&归母净利润及其增长（亿元）.....	7
图 4 公司各业务板块营收按剂型占比（2022 年）.....	7
图 5 公司各业务板块营业收入（亿元）.....	7
图 6 公司各业务板块毛利润（亿元）.....	7
图 7 公司各治疗领域营业收入（亿元）.....	8
图 8 公司各治疗领域毛利润（亿元）.....	8
图 9 公司近年毛利率和归母净利率情况.....	8
图 10 公司各项费用率情况.....	8
图 11 公司近年研发费用情况（亿元）.....	9
图 12 2021 年 Top20 中药上市公司研发费用率.....	9
图 13 中药制药行业主营业务收入和增速.....	11
图 14 公立医疗机构中成药销售额及增速.....	11
图 15 中药饮片和中成药营业收入（亿元）.....	11
图 16 中药饮片和中成药利润（亿元）.....	11
图 17 2016- 2021 年中药注册量及占比.....	12
图 18 2017-2021 年中药新药上市审批平均天数.....	12
图 19 近六年中药新药获批数量.....	13
图 20 近六年新药获批企业分布.....	13
图 21 公司热毒宁注射液销量及增速.....	15
图 22 公司热毒宁注射液生产量及增速.....	15
图 23 城市公立医院热毒宁注射液销量及增速.....	15
图 24 城市公立医院呼吸疾病注射剂 TOP10 药品销售额占比（2022H1）.....	15
图 25 公司金振口服液销量及增速.....	16
图 27 城市公立医院金振口服液销售额及增速.....	16
图 26 城市公立医院儿科中成药销售额及增速.....	16
图 28 城市公立医院儿科疾病 TOP10 药品销售额占比（2022H1）.....	16
图 29 城市公立医院心脑血管中成药销售额及增速.....	17
图 30 城市公立医院各类疾病中成药市场份额（2022A）.....	17
图 31 公司心脑血管类产品营业收入及增速.....	17
图 32 城市公立医院银杏二萜内酯葡胺注射液销售额及增速.....	17
图 33 公司银杏二萜内酯葡胺注射液销量和增速.....	18
图 34 银杏二萜内酯葡胺注射液医保支付中标价格.....	18
图 35 城市公立医院妇科中成药销售额及增速.....	19
图 36 城市公立医院桂枝茯苓胶囊销售额及增速.....	19
图 37 公司骨科产品营业收入及增速.....	20
图 38 城市公立医院骨伤科销售额及增速.....	20
表 1 中医药政策梳理.....	9
表 2 2021-2022 年中成药新药获批上市情况.....	12
表 3 公司主要中药产品基本情况.....	13
表 4 2022 年城市公立医院 TOP10 妇科类胶囊类中成药.....	19
表 5 2022 年城市公立医院 TOP10 骨伤科贴膏剂类中成药.....	20
表 6 公司部分在研中药创新药.....	21
表 7 公司在研生物药和化药.....	21
表 8 公司股权激励计划解除限售条件.....	23
表 9 公司股权激励需摊销费用（万元）.....	23
表 10 公司业绩拆分情况（亿元）.....	24
表 11 可比公司估值情况（20230508）.....	24

1. 公司历史沿革与基本情况

1.1. 历史沿革与股权结构

康缘药业是一家集中药研发、生产、销售为一体的大型中药企业。其前身连云港中药厂于 1975 年建立，1996-2000 年改制成立了江苏康缘药业股份有限公司，2002 年公司在上海证券交易所上市。公司研发实力强劲，多次在“中国中药研发实力排行榜”中拔得头筹，主要围绕中药创新研发，辅以化学药和生物制药，目前产品线以妇科、病毒感染、骨科、心脑血管等中药领域为主，公司主打的独家品牌热毒宁注射液于 2005 年获批上市，2022 年研制的苓桂术甘颗粒成为第一批企业申报并获批的古代经典名方目录管理的中药复方制剂，实现了中药 3.1 类新药从无到有的跨越。目前公司已获批的新药有 54 个，中药独家品种 46 个，十多个中药新药处于申报临床及以上阶段，为公司构建中药产品群做储备。

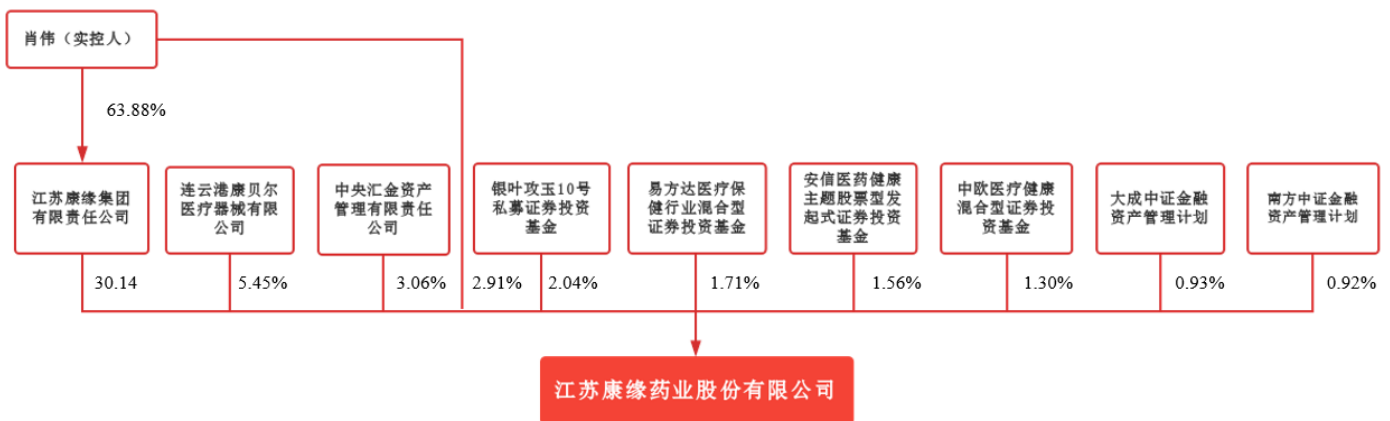
图 1 公司重大发展历程



资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

公司股权相对集中，整体结构清晰。截至 2023Q1，公司第一大股东为江苏康缘集团，共持股 30.14%，前 4 大股东持股达到 41.56%，公司股权较为集中。董事长肖伟直接持有公司股份 2.91%，通过江苏康缘集团间接持股 19.25%，合计持股比例 22.16%，为公司的实际控制人。肖伟先生于 2001 年担任江苏康缘药业股份有限公司董事长，也是第十一、十二、十三、十四届全国人大代表，2021 年成为中国工程院院士，享受国务院政府特殊津贴。公司管理层任用同样注重专业人才背景，多位董事都曾担任中药研究所所长职位，有着丰富的中药研发背景，保证公司产品未来规划和研发的专业度。

图 2 公司股权结构（截至 2023Q1）



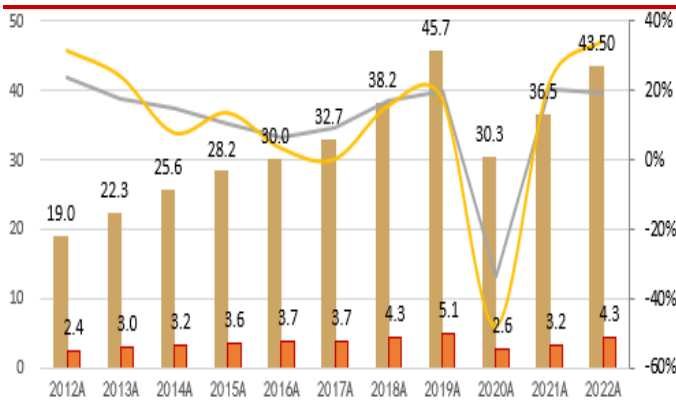
资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

1.2. 公司业务结构逐步优化，多品种均衡发展

公司未来业绩有望重回高速增长。营收由 2012 年的 19.0 亿元提升至 2022 年的 43.5 亿元 (yoy +19.2%)，CAGR=8.6%，归母净利润由 2012 年的 2.4 亿元提升至 2022 年的 4.3 亿元 (yoy +34.1%)，CAGR=6.0%。

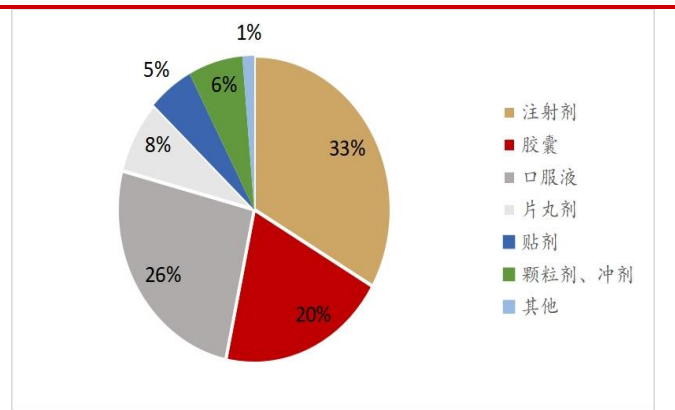
公司业务主要以注射剂、胶囊、口服液三大品种为主，多品种均衡发展。2022 年注射剂收入占比为 33.4%，2012-2022 年营收复合增长率为 5.1%，2020 年收入下降系新冠疫情影响，医院常规门诊量未能正常接诊，主要品种处方药热毒宁注射液销量下降。2019 年银杏二萜内酯葡胺注射液医保谈判后，价格由 316 元/支下降到 93.7 元/支，同比减少 70.35%。使得 2020 年注射剂整体营收为 11.1 亿元 (yoy-52.8%)。随着疫情后续得到控制，银杏二萜内酯葡胺注射液销量取得增长，以量换价效果明显。受注射剂销售收入降低影响，公司优化产品结构，打破大单品热毒宁注射液销售局面，开始大力发展非注射剂产品，形成热毒宁、银杏二萜内酯葡胺注射液和金振口服液三大核心产品，推动胶囊和口服液制剂占比提高。2022 年胶囊收入为 8.7 亿元，占比 20%，2012-2022 年营收复合增长率为 4.0%。疫情期间口服液产能快速提升，2022 年口服液收入为 11.2 亿元，占比 26%，2012-2022 年复合增长率为 43.6%，两种品类占比已经超过注射液，产品结构趋于平衡。2022 年片剂、贴剂和颗粒剂（冲剂）营收分别为 3.4、2.3 和 2.8 亿元，这些品类目前占比较小，仍有较大发展空间。

图3 公司营业收入&归母净利润及其增长（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

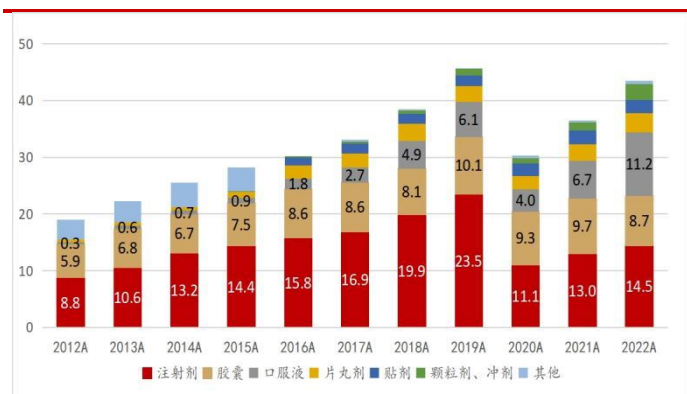
图4 公司各业务板块营收按剂型占比（2022年）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司近十年以来毛利率维持在 70%+，2019 年达到最高为 78.1%。2020 年受疫情和银杏二萜内酯葡胺注射液两次医保谈判影响，药品价格下降，整体收入规模随之减少，公司边际成本上升，加上中药原材料价格增加，公司主要品种库存量较大，使得 2020 年毛利率开始持续下降，2022 年毛利率为 72.1%，基本与 2021 年持平。公司净利率维持稳定，2020-2021 年有所下降，但 2022 年逐步恢复上涨，达到了 10.0%。分业务来看，2022 年公司核心业务注射剂的毛利润达 10.7 亿元，毛利率达 73.6%，注射剂近几年受政策和公司销售重心改变的影响有所下滑，但在所有业务中仍占比最高。2022 年胶囊业务毛利率达 61.1%，在所有业务中处于最低，分析可能与 2022 年胶囊营收有所下降以及公司进行产品结构调整相关；2022 年口服液的毛利润为 9.0 亿元，毛利率一直保持较高水平 75%+，2020 年受疫情影响有所下降，后呈增长趋势，2022 年毛利率达到了 80.1%，主要是公司在口服剂领域实现新突破，独家药品实现快速放量，加上公司产品结构调整，将金振口服液作为核心药品之一，并且也开始重点推行非注射剂品类，导致收入上升。片丸剂毛利润为 1.9 亿元，毛利率稳定在 65%左右，2022 年达到 65.71%，贴剂的毛利润为 1.9 亿元，近几年毛利率稳定在 83%左右，处于较高水平，2022 年略有下降达到了 83.84%，而颗粒剂、冲剂毛利率则为 67.95%，盈利能力都有望继续改善。

图5 公司各业务板块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

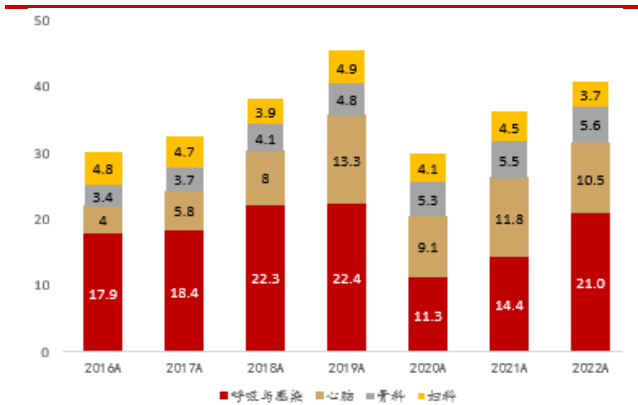
图6 公司各业务板块毛利润（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

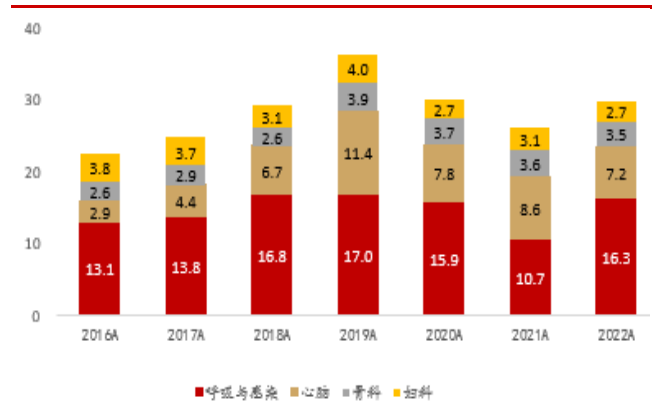
从治疗领域看，公司产品主要分为呼吸与感染、心脑血管、骨伤科和妇科疾病。目前公司的核心领域仍是呼吸与感染性疾病，2022 年营业收入为 21.0 亿元 (yoy+45.8%)，毛利率为 77.7%，占公司总营业收入 48.6%。公司目前主推的三大核心单品中热毒宁注射液和金振口服液均为病毒感染性疾病药物，销售额提升带动整体营收增加。第二大领域为心脑血管疾病，公司独家药品银杏二萜内酯葡胺注射液医保价格下降带来销售量提升，以量换价效果初现，2022 年心脑血管用药营收达到 10.5 亿元 (yoy-11.02%)，受库存影响毛利率为 68.71%，毛利润占比 24.3%。2022 年妇科领域公司营业收入为 5.6 亿元 (yoy-16.32%)，毛利率为 74.31%。骨科 2022 年营收为 3.7 亿元 (yoy+7.17%)，毛利率为 62.62%。

图 7 公司各治疗领域营业收入 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 公司各治疗领域毛利润 (亿元)



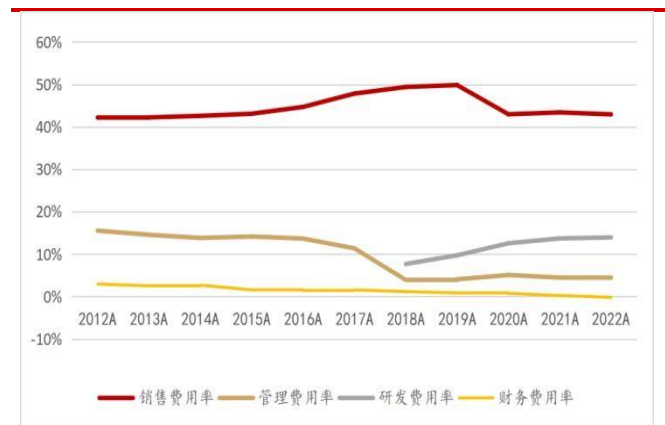
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 公司近年毛利率和归母净利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

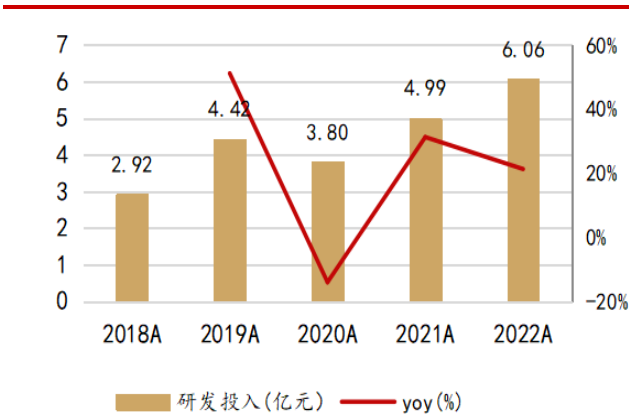
图 10 公司各项费用率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

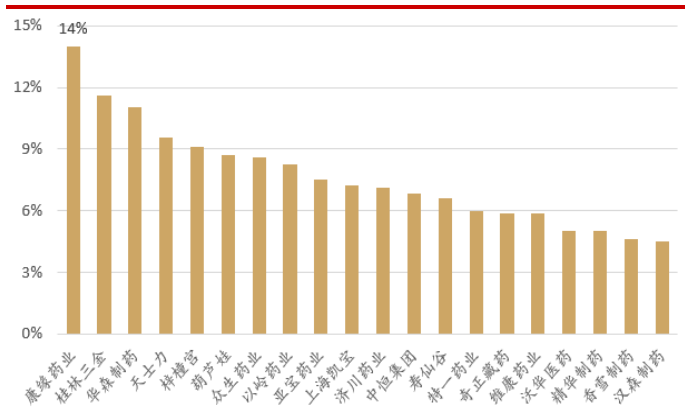
公司近年来持续加大研发费用投入，研发费用率逐年提升。公司拥有近 500 名科研人员组成的研究队伍，2022 年研发费用达到 6.06 亿元，研发费用率由 2018 年的 7.7% 提升至 2022 年 13.9%，对比大部分中药企业研发费用率在 5% 以内，公司在中药上市公司中研发占比排名第一。较高的研发费用也转化为较好的研究成果，2017 年公司至今累计获批 4 个专利新药，为获批数量最多的中药公司。

图 11 公司近年研发费用情况 (亿元)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 12 2021 年 Top20 中药上市公司研发费用率



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

2. 中药支持政策相继出台, 未来市场潜力空间大

2.1. 国家多项中药政策落地, 推动中药创新药发展

党的二十大指出要促进中医药传承创新发展, 重点关注中医药行业。随着中药在新冠疫情期间起到重要作用, 肯定了中药在临床的使用。近几年, 中药相关政策迎来爆发期, 也由顶层设计逐步向落地执行转变, 从中药原材料集采、医保、中药创新药指引和审批等方面进行了规范化, 更有利于公司发展中药业务。

表 1 中医药政策梳理

时间	政策	单位	主要内容
2017.1	《中药经典名方复方制剂简化注册审批管理规定 (征求意见稿)》	国家食药监局	提出符合条件的经典名方制剂申报生产, 可仅提供药学及非临床安全性研究资料, 免报药效研究及临床试验资料。
2018.09	《中药品种保护条例》(修订版)	国务院	鼓励研制开发临床有效的中药品种, 对质量稳定、疗效确切的中药品种实行分级保护制度。
2018.1	《国家基本药物目录》(2018 年版)	国家卫生健康委员会、国家中医药管理局	基药品种数量中, 中成药品种 (含民族药) 由 203 种增至 268 种, 覆盖了更多中医临床症候, 在中成药部分新增“儿童用药”章节。
2019.10	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	加快中药传承和创新, 健全中医药服务体系; 大力推动中药质量提升和产业高质量发展; 加强中医药人才队伍建设; 促进中医药传承与开放创新发展
2020.12	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	国家药监局	涵盖了中药的审评审批、研制创新、安全性研究、质量源头管理、生产全过程质量控制、上市后监管、品种保护等内容。对中药的临床作用有了更明确的规定, 建立了更符合中药的注册申报, 推动古代名方中药复方制剂的研发。
2021.02	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院办公厅	提出 28 条措施, 涵盖人才、资金、产业、发展环境等方面, 为中医药高质量的特色发展保驾护航。
2021.06	《中医药文化传播行动实施方案 (2021-2025 年)》	国家中医药管理局、中央宣传部等五部门	加大中医药文化保护传承和传播推广力度, 推动中医药文化贯穿国民教育, 促进中西医协作医疗, 加强中药队伍和科室建设
2021.10	《关于「十四五」时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》	国家商务部	要大力发展中医药对外贸易, 支持中药类产品开展海外注册, 积极参与国际规划、标准的研究与制定, 扩大我国中药类产品国际市场; 加强国家中医药服务出口基地建设, 打造地道中药材出口品

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

			牌
2021.12	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医疗保障局、国家中医药管理局	鼓励将公立医疗机构采购的中药配方颗粒纳入省级医药集中采购平台挂网交易，促进交易公开透明，同时指出要推进中医医保支付方式改革，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费，对已经实行 DRG 和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值，充分体现中医药服务特点和优势。
2022.10	《“十四五”中医药人才发展规划》	国家中医药管理局	提出到 2025 年医疗卫生机构中医药人员总数突破 100 万人，对符合条件的中成药，中药制剂等尽快纳入医保目录，并对医保药品配备进行“双通道”药品管理机制，保障用药需求
2022.11	《关于印发“十四五”全民健康信息化规划的通知》	国家卫健委	推动中医药信息化发展，基本建成与中医药管理体制相适应、符合中医药自身发展规律、与医疗健康融合协同的中医药信息化体系。加强中药智能化建设，以满足人民个性化需求
2022.12	《中药品种保护条例（修订草案征求意见稿）》	国家药监局	充分发挥中药保护制度对中药生命周期的监管，推动中药创新发展，建立以临床作用为主的评估体系。构建药品采购，基本药物选择和医保目录调整等联动机制，推动中药产业升级。
2023.02	《中药注册管理专门规定》	国家药监局	落实加快推进完善中医药理论、人用经验和临床试验相结合的中药审评证据体系，体现中药注册管理的新理念和改革举措。对传承创新的聚焦点更加细化，聚焦中药质量、临床安全性及有效性，并为中药创新指明了研发模式和创新路径，使得中药创新更加顺畅
2023.02	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	国务院办公厅	促进中药材种业发展，大力推进中药材规范种植，提升中药饮片和中成药质量，推动中药产业高质量发展。加强中医药科技创新体系建设，提升传承创新能力，加快推进中医药现代化。推进有利于促进中医药传承创新发展的医保、医疗、医药联动改革，完善更好发挥中医药特色优势的医改政策。

资料来源：政府官网，华西证券研究所

2.2. 中药市场逐步恢复，呈现稳步增长

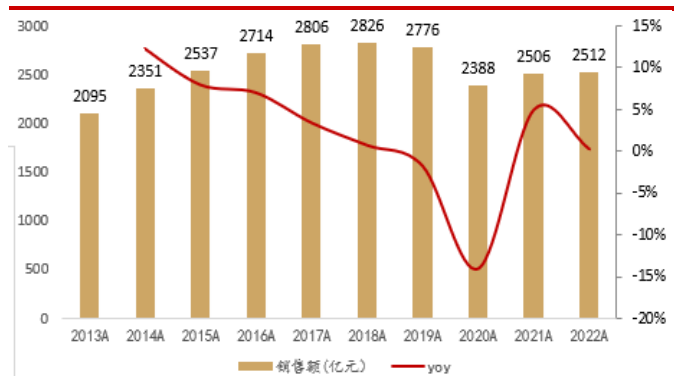
近几年我国中药市场呈现上涨趋势，整体发展良好。2019-2020 年受疫情影响有所下滑，在疫情得到控制后，中药需求上升，市场回暖整体保持良性增长，随着国家政策的不断出台，预计中药行业继续保持增长趋势。从类别看，中药主要分为三大类：中成药、中药饮片和中药材，根据国家统计局，2021 年上游中药材市场规模达到 1945 亿，而中成药和中药饮片属于中药制造业，根据米内数据，2021 年我国中药制造业主营业务收入达到 6919 亿元，利润为 1003.5 亿元；2021 年中成药市场规模为 4862.2 亿元 (yoy+11.8%)，占比达 52%，净利润为 752.6 亿元 (yoy+21.6%)，而中成药销售渠道中主要仍以院内销售为主，尤其是公立医疗机构，中成药在公立医院的销售额从 2013 年开始持续上升，2020 年受疫情影响销售额下降，在需求复苏的情况下逐步攀升，2022 年销售额为 2512 亿元 (yoy+0.24%)。2021 年中药饮片市场规模为 2056.8 亿元 (yoy+13.7%)，实现利润 250.9 亿元 (yoy+100%)。

图 13 中药制药行业主营业务收入和增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 14 公立医疗机构中成药销售额及增速



资料来源：米内网，华西证券研究所

图 15 中药饮片和中成药营业收入（亿元）



资料来源：米内网，华西证券研究所

图 16 中药饮片和中成药利润（亿元）



资料来源：米内网，华西证券研究所

2.3. 中药新药审批加快，推动中药研发

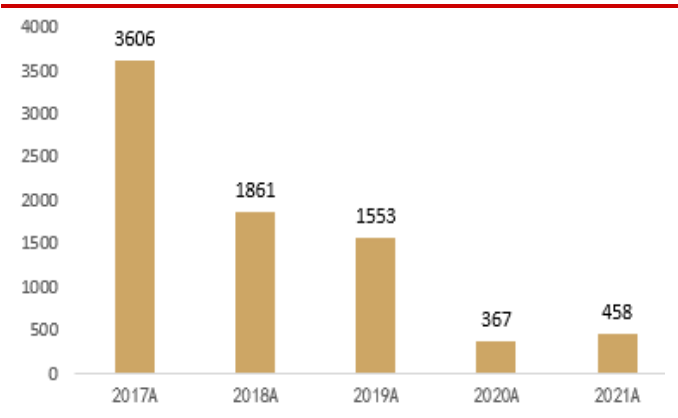
2019 年国家发布《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》，2020 年药监局也出台《药监局关于促进中医药传承创新发展的实施意见》对中药新药注册审批进行了更新，提出了符合中药特色的“三结合”审批制度，更加注重临床效用，并对部分类型中药新药采取优先审批，2021 年印发《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》进一步将《意见》进行落实，2023 年 7 月 1 日将要正式实行的《中药注册管理专门规定》继续落实“三结合”具有中药特点的审批制度，并且对具有临床价值的 5 大种类中药新药进行提前审批，未来有助于推动企业中药创新药研发。根据 CDE，2016-2021 年中药注册量呈上升趋势，尤其是 2021 年出现井喷式增长，共计 1371 件（yoy+190.5%）。从中药创新药的审批速度来看，2017 年中药创新药的审批速度长达 3606 天，随着审批加速，2020 年平均天数达到了 367 天，2021 年略有上涨但仍只需 458 天。2022 年新获批上市的抗癌新药淫羊藿素软胶囊审批时间低于 300 天，我们未来预计审批时间不会超过一年。

图 17 2016-2021 年中药注册量及占比



资料来源：CDE，华西证券研究所

图 18 2017-2021 年中药新药上市审批平均天数



资料来源：CDE，华西证券研究所

2021 年以来共有 19 个中成药新药获批上市，数量创近 5 年新高。根据 CDE，2017-2022 年中成药新药一共获批 27 个，其中 2021 年中药创新药共有 12 个，2022 年又新增 7 种。公司自 2017 年来获批产品数量同行业最多达 4 个，包括银翘清热片、散寒化湿颗粒等均有潜力成为大品种。

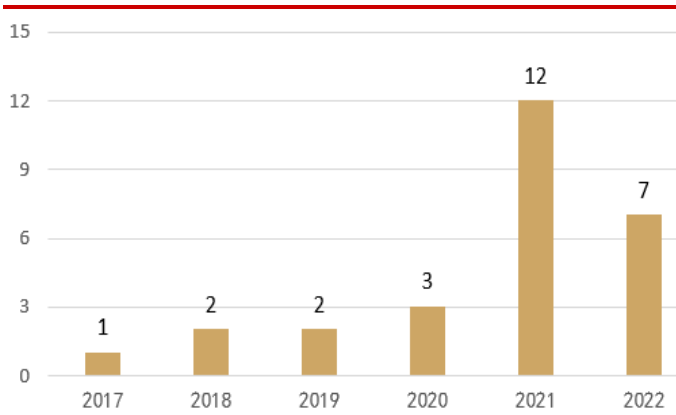
表 2 2021-2022 年中成药新药获批上市情况

序号	药品名称	企业名称	注册分类	适应症
1	七蕊胃舒胶囊	健民集团	1.1	胃药（胃炎、溃疡）
2	坤怡宁颗粒	天士力	1.1	更年期综合征
3	芪黄胶囊（芪蛭益肾胶囊）	凤凰制药	1.1	糖尿病肾病
4	金古乐片（玄七健骨片）	方盛制药	1.1	膝骨关节炎
5	虎贞清风胶囊	一力制药	1.1	轻中度急性痛风性关节炎
6	解郁除烦胶囊	以岭药业	1.1	轻中度抑郁症
7	银翘清热片	康缘药业	1.1	外感风热型普通感冒
8	益智安神片	以岭药业	6	失眠症
9	益气通窍丸（芪丹鼻敏丸）	东方华康医药	6	鼻炎
10	化湿败毒颗粒	广东一方制药	3.2	呼吸系统疾病
11	宣肺败毒颗粒	山东步长制药	3.2	呼吸系统疾病
12	清肺排毒颗粒	中国中医科学院-片仔癀	3.2	呼吸系统疾病
2022 年				
1	参葛补肾胶囊	华春药业	1.1	抗抑郁药
2	芪胶调经颗粒	安邦制药	原中药 6.1 类	妇科调经药
3	苓桂术甘颗粒	康缘药业	3.1	呼吸系统疾病
4	散寒化湿颗粒	康缘药业	3.2	呼吸系统疾病
5	黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	康恩贝	原中药 5 类	口腔溃疡用药
6	广金钱草总黄酮胶囊	人福医药	1.2	结石用药
7	淫羊藿素软胶囊	坤诺基	1.2	抗肿瘤药

资料来源：CDE，华西证券研究所

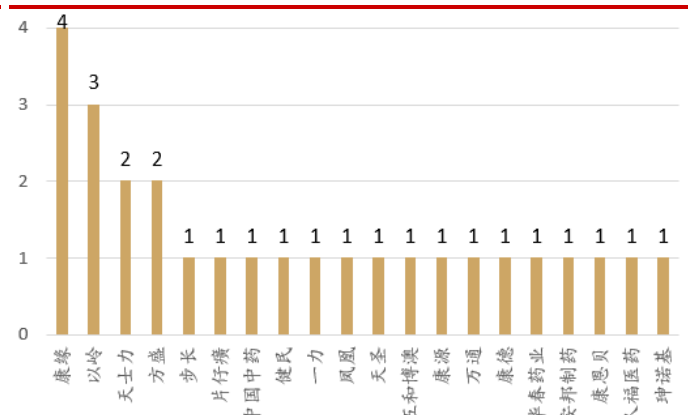
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 19 近六年中药新药获批数量



资料来源：CDE，华西证券研究所

图 20 近六年新药获批企业分布



资料来源：CDE，华西证券研究所

3. 产品结构优化升级，多品种营收稳定

公司产品管线丰富，药品销售市场广阔。截至 2022 年，公司共获得发明专利授权 571 件，拥有中药新药 54 个，化学药新药 9 个。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。公司产品现有 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；有 43 个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为 6 个。目前主要产品覆盖病毒感染性、心脑血管、妇科、骨伤科等领域，产品结构相对均衡，其中病毒感染性疾病和心脑血管疾病的营收占比相对更大。

持续释放独家医保、基药品种发展潜能。受到基药“986”和“1+X”的政策影响，公司积极推进非注射剂基药品类，包括金振口服液、杏贝止咳颗粒、桂枝茯苓胶囊、腰痹通胶囊、复方南星止痛膏、银翘解毒软胶囊六个独家基药品，提升独家基药品种在基层市场的终端覆盖率和销售规模，非注射剂营收占比持续提高。

表 3 公司主要中药产品基本情况

领域	药品名称	注册分类	适应症或功能主治	处方药	国家基药目录	医保目录
呼吸与感染疾病	热毒宁注射液	原中药二类	清热、疏风、解毒。用于外感风热所致感冒、咳嗽，上呼吸道感染、急性支气管炎见上述证候者。	是	否	乙类
	金振口服液	原中药三类	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	否	是	乙类
	杏贝止咳颗粒	原中药六类	清宣肺气，止咳化痰。用于外感咳嗽属表寒里热证	否	是	乙类
心脑血管	银杏二萜内酯葡胺注射液	中药五类	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	是	否	乙类

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	天舒胶囊	原中药三类	用于血瘀阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，血管神经性头痛、紧张性头痛见上述症候者。	否	否	甲类
骨伤科	复方南星止痛膏	原中药三类	散寒除湿、活血止痛。用于骨性关节炎属寒湿瘀阻证	是	是	甲类
	腰痹通胶囊	原中药三类	用于血瘀气滞、脉络闭阻所致腰痛；腰椎间盘突出症见上述症状者。	是	是	甲类
妇科	桂枝茯苓胶囊	原中药四类	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；也可用于女性乳腺囊性增生病属瘀血阻络证	是	是	甲类
	散结镇痛胶囊	原中药三类	软坚散结，化瘀定痛。用于痰瘀互结兼气滞所致的继发性痛经、月经不调、盆腔包块、不孕；子宫内膜异位症见上述证候者	是	否	乙类

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.1.呼吸与抗感染系列：热毒宁注射液销量回暖，金振口服液表现亮眼

3.1.1 热毒宁注射液：销量触底反弹

公司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。其中 1.1 类新药银翘清热片在 2023 年 1 月经谈判纳入医保目录，支付标准为 2.90 元/片。

热毒宁注射液是公司的主力产品，成分清晰，生产监管严格。从 2005 年获批上市以来，一直是公司销售重点，营收占比始终处于首位。其主要成分为青蒿、金银花、栀子三味植物药组成，多用于病毒性感染性疾病，对抗病毒、抗炎和退热方面作用突出，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。公司在热毒宁上市后持续深入研究，根据其专利显示，目前注射液中化学结构明确成分超过 75%，可测成分超过 85%，已解码其抗病毒和炎症的作用机制。据中国医药质量年会，公司对热毒宁生产全过程建立了 16 张指纹图谱，247 个质量监控项目等，也是国内首个获批使用指纹图谱的中药注射剂，对其生产实施严格监控。

热毒宁注射液销量回暖，集采影响温和。近几年受到中药注射剂政策的限制，热毒宁注射液使用范围受限，并且也进入多省重点监控目录，加之疫情影响，总体销售下滑；据米内数据显示，城市公立医院 2020 年和 2021 年热毒宁销售额只有 2.6 亿元和 3 亿元。从生产量和销售量来看，2020 年出现大幅下滑，后续逐步恢复，呈现同比增长趋势，但库存量也出现大幅增加，主要是备货保障订单供给，为未来放量储备。2022 年广东联盟中成药集采公示，热毒宁拟中标价格为 26.19 元/支，与之前医保中标价格 33.15 元/支相比下降 21%，总体幅度较缓，并有助于推动热毒宁在广东地区销量的提升。2022 年随着疫情后市场回复，加之集采对销量的推动，热毒宁整

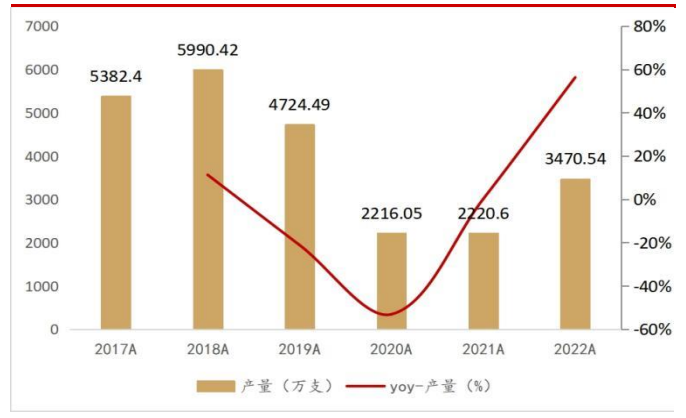
体销售量逐步恢复，据米内网数据显示，城市公立医院 2022 年销售额已达 3.8 亿元，公司共计销售热毒宁注射液 3182.8 万支，我们预计公司热毒宁 2022 年总销售额近 8 亿元。据米内网数据显示，2022H1 城市公立医院呼吸疾病注射液用药销售额中，热毒宁排名第四，第一为同类竞品喜炎平，销售额为 5.8 亿元，但其通过集采以价换量效果不显著，并且热毒宁安全性更高，随着纳入新冠诊疗方案覆盖面提高，考虑到公司对热毒宁注射液以恢复存量为主，并且在稳定儿科基础上，逐步提升成人科室覆盖，深度挖掘急诊科室、呼吸科室及住院病房场景的市场潜力，我们预计 2022-2024 年销量同比增速有望回到 2017-2018 年水平达到 10%-20%。

图 21 公司热毒宁注射液销量及增速



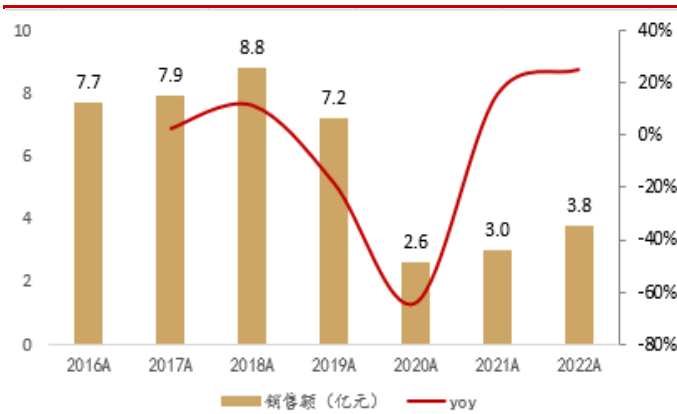
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 公司热毒宁注射液生产量及增速



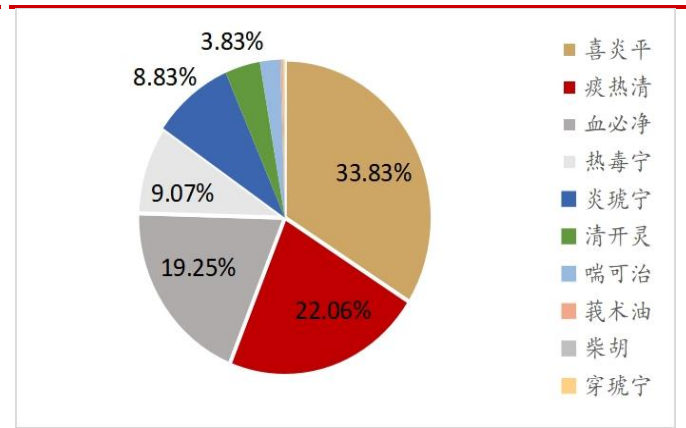
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 城市公立医院热毒宁注射液销量及增速



资料来源：米内网，华西证券研究所

图 24 城市公立医院呼吸疾病注射剂 TOP10 药品销售额占比 (2022H1)



资料来源：米内网，华西证券研究所

3.1.2 金振口服液：高速放量，儿科祛痰止咳第一梯队品牌

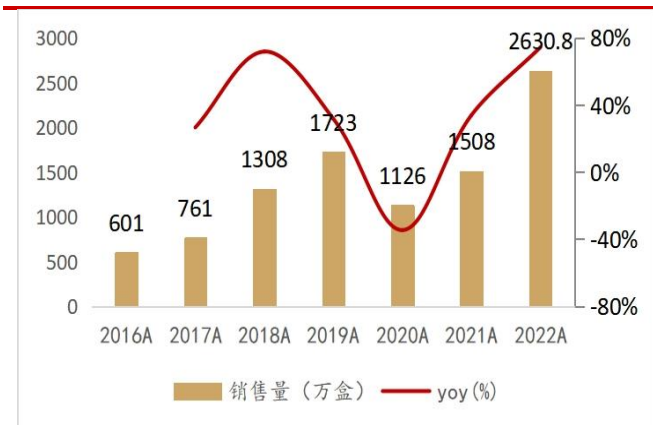
金振口服液在儿科中成药市场迅速放量，表现亮眼。金振口服液具有清热解毒、祛痰止咳之效，主要用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽，在抗击新冠疫情期间，完成了多中心儿童新冠病毒感染临床实验的研究，并发挥“儿童抗病毒和祛痰止咳中成药”“多省市儿童新冠推荐用药”的治疗优势，实现产品覆盖率、市场规模的不断提升。目前医保中标价为 5.4 元/支。2016 年销售量为 601 万盒，2016-2019 年销售量持续增长，2020 年受到疫情影响，呼吸品种药品销售下滑，金振口服液销量只有 1126 万盒 (yoy-34.65%)。随着疫情防控稳定，2022 年销量回暖达到 2631 万盒

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

(yoy+74.81%)。作为独家基药品种，公司聚焦核心高端医院开发和增长工作，基层市场呈现较好发展态势，2022 年度首次销售规模达 10 亿元，展现出强劲发展势头；

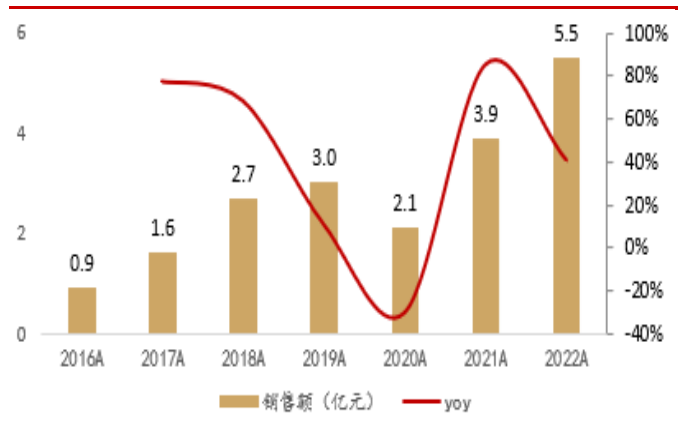
据米内网数据，城市公立医院儿科中成药的销量回暖，2021 年销售额基本与 2019 年持平达到 50.4 亿元，2022 年销售额增至 52.7 亿元 (yoy+4.47%)。城市公立医院金振口服液销售额 2020 年略有下滑，2021 年后迅速恢复放量增长态势，2022 年销售额增加为 5.5 亿元。从市场份额看，2022H1 城市公立医院儿科用药排名中排名第一的是济川药业的小儿豉翘清热颗粒，销售额为 6.2 亿元，市场份额为 23.41%，主要是受其在治愈率和有效性上的优势，近期推出无蔗糖版减少对儿童的负面影响，多种品类使得收入规模提升；公司金振口服液排名第二，市场份额为 9.2%。济川药业旗下蒲地蓝消炎口服液也是公司同类竞品之一，但未进入 2019 年版国家医保目录，2022 年已被调出多个地区省级医保目录，有利于金振口服液抢占市场。未来受基药政策红利和儿科市场需求提升影响，加之 2022 年底金振口服液已在 30 个省份中标，后续覆盖范围会继续扩大，销量有望保持增长趋势，我们预计 2022-2024 年会继续保持在 30%-40% 的增速。公司口服液有望在未来三年成为公司营收增量的重要品类，预计 2022-2024 年增速有望达 20%+，公司销售结构更加平衡。

图 25 公司金振口服液销量及增速



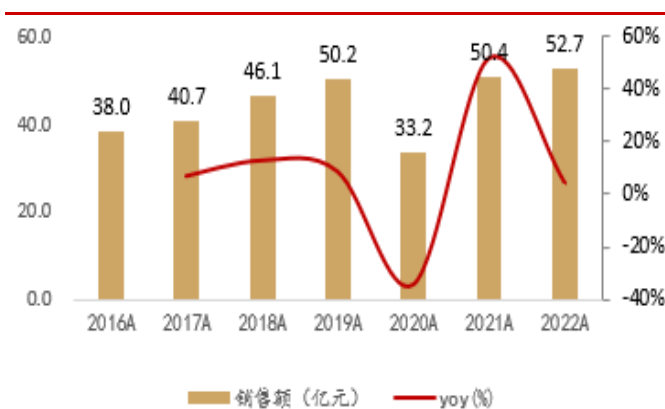
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 26 城市公立医院金振口服液销售额及增速



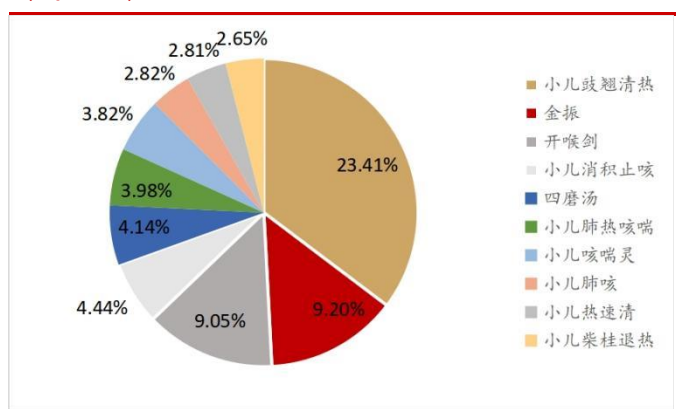
资料来源：米内网，华西证券研究所

图 27 城市公立医院儿科中成药销售额及增速



资料来源：米内网，华西证券研究所

图 28 城市公立医院儿科疾病 TOP10 药品销售额占比 (2022H1)



资料来源：米内网，华西证券研究所

3.2.心脑血管系列：银杏二萜内酯葡胺注射液以量换价显著

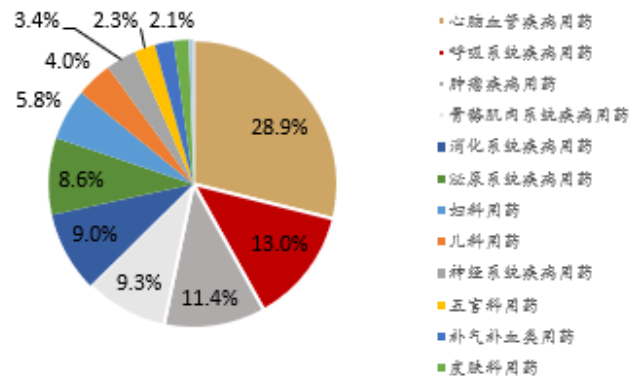
心脑血管因为其难治愈、疗程时间长等特点成为中成药用药第一大市场。受人口老龄化和不良生活作息的增加，我国心脑血管患病率逐年提升，市场规模扩大。据米内网数据显示，在心脑血管疾病中药剂型中，中药注射剂占比最大，中药胶囊排名第二；受注射剂被纳入重点监控和青海集采首次纳入中药注射剂影响，心脑血管中成药在城市公立医院的总销售额虽呈现下降趋势，米内网数据显示 2022 年总销售额为 378 亿元，但是占比一直处于首位，市场份额达到了 28.9%。公司心脑血管产品线的代表品种有银杏二萜内酯葡胺注射液、天舒胶囊、龙血通络胶囊、益心舒片、大株红景天胶囊、苁蓉总苷胶囊等。

图 29 城市公立医院心脑血管中成药销售额及增速



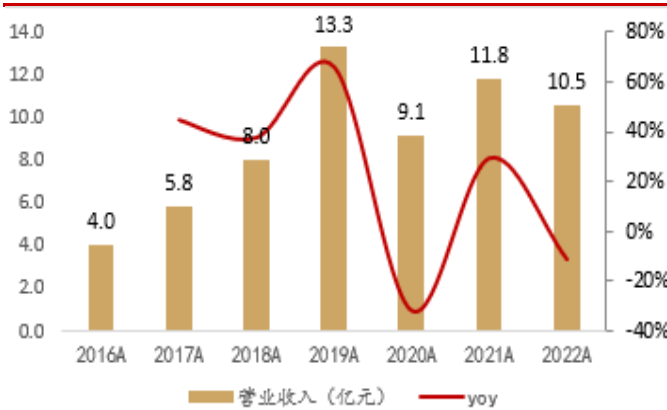
资料来源：米内网，华西证券研究所

图 30 城市公立医院各类疾病中成药市场份额 (2022A)



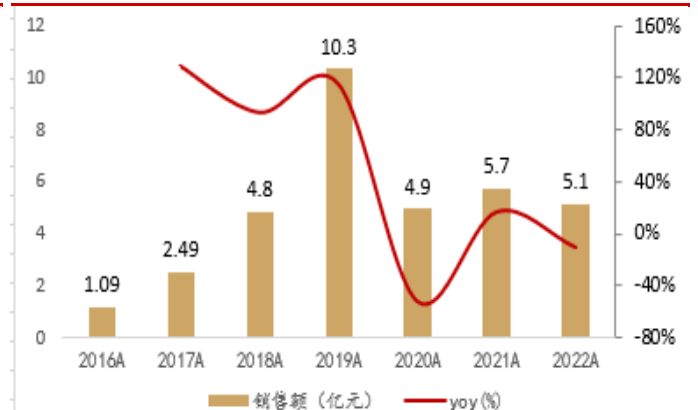
资料来源：米内网，华西证券研究所

图 31 公司心脑血管类产品营业收入及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 32 城市公立医院银杏二萜内酯葡胺注射液销售额及增速



资料来源：米内网，华西证券研究所

银杏叶制剂对脑卒中效果显著，公司银杏二萜内酯葡胺注射液有效成分结构明确，效果稳定。脑卒中又称中风，具有高病残率和高病死率，根据《中国脑卒中防治报告（2018）》，我国脑卒中发病率处于持续上升阶段，每年新发脑卒中患者人群约 200 万以上，其中缺血性脑卒中约占 70%。根据第六次人口普查数据估算，2018 年我国约有 194 万人死于卒中；卒中已成为我国农村居民第二位（占有死亡病因构成比 24.16%）、城市居民第三位（占有死亡病因构成比 20.53%）死亡病因。银

银杏提取物含有黄酮类、萜类内酯、有机酸类等，常用于治疗缺血性脑卒中，米内数据显示，目前公立医院心脑血管疾病中成药中银杏叶制剂占比最大，2022 年达到 14.71%，其次是血塞通和复方丹参，分别占比达 5.65%和 3.16%。据人民网显示，与已上市的同类银杏内酯类产品相比（银杏叶提取物、银杏达莫、银杏内酯、舒血宁），公司银杏二萜内酯葡胺注射液安全性和临床有效性更高。

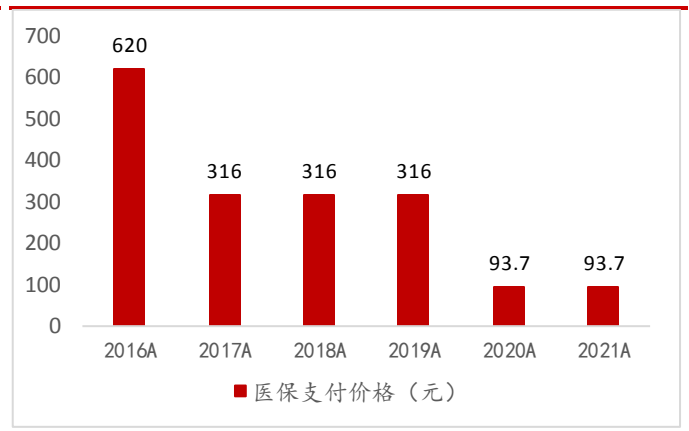
公司银杏二萜内酯葡胺注射液 2 次谈判后以量换价效果显现。由银杏内酯 A、银杏内酯 B、银杏内酯 K 组成，有活血通络功效，通过干扰血小板依赖性血栓的形成、改善脑及外周血液循环等途径发挥抗 PAF 效应。2016-2022 年整体销售量大幅提升，2016 年销量达 18 万支，2022 年达 966.1 万支，CAGR 达 94.2%。2019 年受医保谈判影响，价格由 316 元下降到 93.7 元/支，降幅为 70%，导致产品销售收入下降显著，同时使心血管线整体收入下降 31.6%。但降价也使得药品覆盖规模增加，进入了更多的二级医院和县级医院。2020 年银杏二萜内酯葡胺注射液销量开始恢复增长，2021 年销售量为 1028.6 万支 (yoy+25%)，2022 年销售量略有下降为 996.1 万支，我们推测 2022 年销售额近 7 亿元。从销量表明银杏二萜内酯葡胺注射液已基本不受医保谈判影响，并且降价后迅速放量，以此达到以量换价效果。米内数据显示，城市公立医院销售额 2019 年达到顶峰为 10.3 亿元，后续受 2 次国谈影响出现大幅下滑，2021 年逐步回暖，2022 年销售额达 5.1 亿元。公司针对增长放缓的薄弱区域进行整改，稳定住市场基本盘。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。我们判断 2023-2025 年银杏二萜内酯葡胺注射液价格保持稳定，销量有望维持 2021 年增速处于 10-15% 区间。

图 33 公司银杏二萜内酯葡胺注射液销量和增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 34 银杏二萜内酯葡胺注射液医保支付中标价格



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3. 妇科系列：整体营收稳步增长，桂枝茯苓胶囊市占率稳定

妇科中药市场随着女性自我保护意识增强，市场规模扩大。中药不易产生耐药性，比化药对身体安全性更高等特点使得妇科中药市场稳步增加。公司的妇科用药主要包括桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊、益坤宁片、复方益母颗粒、短血流软胶囊等，主要有化瘀止痛之效。其中桂枝茯苓胶囊和散结镇痛胶囊 2022 年销售额在妇科类中成药胶囊类药品中排名第三和第四，市场份额分别为 5.44%和 5.41%。

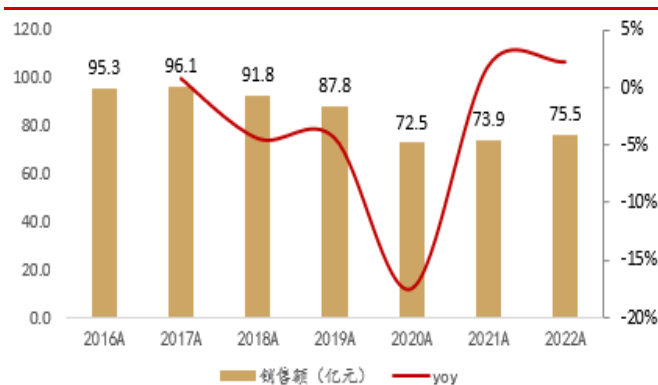
表 4 2022 年城市公立医院 TOP10 妇科类胶囊类中成药

序号	药品名称	生产企业	销售额(亿元)	市场份额	同比增长率
1	坤泰胶囊	新天药业	3.32	13.66%	12.35%
2	红金消结	佑生药业	1.41	5.80%	20.85%
3	散结镇痛	康缘药业	1.32	5.44%	7.19%
4	桂枝茯苓	康缘药业	1.32	5.41%	1.09%
5	鲜益母草胶囊	浙江大德药业	1.27	5.24%	-8.87%
6	妇科千金	千金药业	1.14	4.67%	6.88%
7	五加生化	多多药业	1.11	4.56%	-2.45%
8	康妇炎	步长神州制药	1.02	4.21%	2.02%
9	妇可靖	甘肃西峰制药	0.83	3.43%	-2.98%
10	妇炎消	益佰女子大药厂	0.77	3.15%	10.22%

资料来源：米内网，华西证券研究所

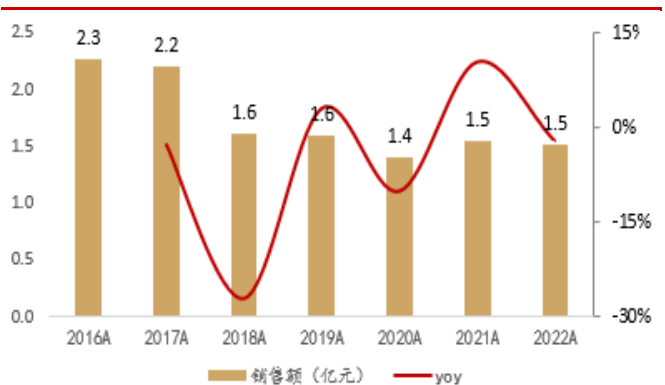
公司旗下桂枝茯苓胶囊出自经典名方，为妇科主打产品。桂枝茯苓胶囊处方出自张仲景《金匱要略》，是由桂枝、茯苓、白芍、牡丹皮、桃仁五味中药制成的复方中药制剂，多在临床上用于子宫肌瘤，盆腔炎，痛经等妇科疾病治疗。根据共研网数据，2021 年妇科中成药市场规模达到 370.34 亿元 (yoy+29.38%)。米内数据显示，城市公立医院妇科中成药销售额从 2016-2019 年基本维持在 90 亿元+，2020 年受新冠影响出现下滑；近几年在城市公立医院中，桂枝茯苓胶囊销售额稳定在 1.5 亿元左右，我们预计未来将保持平稳增长。

图 35 城市公立医院妇科中成药销售额及增速



资料来源：米内网，华西证券研究所

图 36 城市公立医院桂枝茯苓胶囊销售额及增速



资料来源：米内网，华西证券研究所

3.4.骨伤科：用药需求旺盛，公司多品种布局

随着人口老龄化加剧，骨伤科药物未来市场规模有望扩大。据国家统计局发表人口数据显示，2022年65周岁及以上人口达到了2.1亿人，占全国人口的14.9%。根据《2022年卫生健康统计年鉴》，2021年中医院骨伤科出院人次达到361.9万人次，占比为13.1%，骨科平均住院天数为10天，而骨科类疾病多发生于45岁以上人群，尤其是老年人口。据米内网数据显示，骨伤科中成药在公立医院销售额在2020年受疫情影响程度较大，目前逐步回稳，2022年销售数据达到122.0亿元。预计未来骨伤科会越来越受到重视，中药贴剂等独具特色的治疗方法也会形成竞争力。

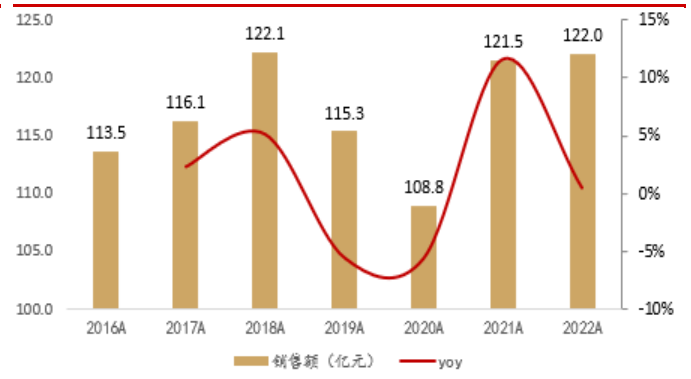
公司主要骨科产品包括复方南星止痛膏、腰痹通胶囊、淫羊藿总黄酮胶囊、筋骨止痛凝胶等。其中复方南星止痛膏包括生川乌、樟脑、冰片、徐长卿等中药，主要用于寒湿瘀阻所致的关节疼痛、肿胀等。米内数据显示，2022年其在公立医院骨伤科贴膏剂中成药中排名第七，销售额为1.1亿元（yoy-11.1%）。筋骨止痛凝胶是由醋延胡索、川芎、防风、薄荷脑、冰片构成的外用中成药，主要用于活血理气、通络止痛等。2020年被纳入国家医保目录，随后持续放量销售额增长，带动2022年公司凝胶剂营业收入同期上升418%至0.32亿元。公司骨伤科产品覆盖品种多样，我们预计独家中药品牌规模会持续扩大，促进公司在骨伤科收入保持稳定增长。

图 37 公司骨科产品营业收入及增速



资料来源：米内网，华西证券研究所

图 38 城市公立医院骨伤科销售额及增速



资料来源：米内网，华西证券研究所

表 5 2022 年城市公立医院 TOP10 骨伤科贴膏剂类中成药

序号	药品名称	所属企业	销售额(亿元)	市场份额	同比增长率
1	消痛贴膏	奇正藏药	6.99	28.85%	-0.46%
2	云南白药膏	云南白药	2.63	10.88%	-4.95%
3	骨痛贴膏	华润天和药业	2.24	9.27%	-18.61%
4	活血止痛膏	安科余良卿药业	2.22	9.15%	-12.40%
5	通络祛痛膏	羚锐制药	1.46	6.03%	-17.57%
6	千山活血膏	北京修成药业	1.26	5.19%	-9.96%
7	复方南星止痛膏	康缘阳光药业	1.10	4.56%	-11.14%
8	消炎止痛膏	杭州仁德医药	0.68	2.81%	-5.80%
9	代温灸膏	富兴飞鸽药业	0.65	2.69%	-12.65%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

10	麝香活血化痰膏	贵州联盛药业	0.60	2.48%	41.21%
----	---------	--------	------	-------	--------

资料来源：米内网，华西证券研究所

3.5. 后续研发管线丰富，以学术赋能营销

布局中药经典名方，加快中药创新研发。随着相关政策的陆续落地，对传统中药复方制剂，中药经典名方等都有了更详细的规定，并且推动经典名方免临床上市，多家中药企业开始开拓中药名方市场。2022 年公司研制的**苓桂术甘颗粒**成为第一批企业申报并获批的种类，率先进入市场。苓桂术甘颗粒的处方来源于来自张仲景《金匱要略》，已列入《古代经典名方目录（第一批）》。为祛湿剂，主要是有温阳化饮，健脾利湿之功效。我们预计后续公司会继续通过复刻经典名方来推出更多中药创新药。

公司不断巩固中药研发创新优势，加大创新药研发投入。截止 2022 年底，公司主要有 14 个中药新药处于临床及以上阶段，主要领域集中在妇科、呼吸科骨科，心脑血管等优势领域。公司已形成完善的研发管线，产品结构丰富，未来营收有望继续增长。随着政策不断利好中药的趋势，公司可以借助东风更快地推进在研产品的上市。

公司以中药发展为主体，同时统筹推进化学药、生物药协同发展。目前公司 KYS202002A 注射液已进入□期临床，是公司第一个 1 类生物药；化学药方面，5 个项目完成临床阶段性研究，另有一系列项目分别申报临床、开展临床前研究；

表 6 公司部分在研中药创新药

序号	产品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发阶段
1	热毒宁注射液	原中药 2 类	病毒性肺炎	上市后临床研究
2	金振口服液	原中药 3 类	儿童新冠病毒感染	上市后临床研究
3	六味地黄苷糖片	原中药 5 类	妇女更年期综合征	□期临床研究
4	银杏二萜内酯葡胺注射液	原中药 5 类	脑卒中急性期	□期临床研究
5	芪白平肺颗粒	中药 1.1 类	慢性阻塞性肺病	□期临床研究
6	紫辛鼻渊颗粒	中药 1.1 类	过敏性鼻炎	□期临床研究
7	参蒲盆炎颗粒	中药 1.1 类	盆腔炎性疾病后遗症	□期临床研究
8	冠心平颗粒	中药 1.1 类	稳定性冠心病心绞痛	□期临床研究
9	伤科天芍凝胶	中药 1.1 类	急性软组织损伤	□期临床研究
10	麻杏止咳颗粒	中药 1.1 类	支气管哮喘慢性持续期（热哮）	□期临床研究
11	九味疏风平喘颗粒	中药 1.1 类	支气管哮喘慢性持续期（风哮）	□期临床研究
12	苁蓉润通口服液	中药 1.2 类	老年便秘	□期临床研究
13	泽泻降脂胶囊	中药 1.2 类	高脂血症	I 期临床研究
14	热毒宁颗粒	中药 2.1 类	流行性感冒	□期临床研究

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 7 公司在研生物药和化药

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

序号	产品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发阶段
1	KY0467	化药1类	小儿手足口病	□期临床研究
2	氟诺哌齐片	化药1类	阿尔茨海默症	□期临床研究
3	KY0135片	化药1类	晚期实体瘤	申报临床
4	KYS202002A	生物制品1类	多发性骨髓瘤	□期临床研究

资料来源：公司年报，华西证券研究所

公司主要采取专业学术推广、招商代理及普药助销三位一体的销售模式。学术推广是公司医药销售的主要特色，公司坚持自建销售队伍，成立临床自营业态、招商代理业态、OTC 业态、分销综合业态销售团队。**招商代理模式**是专业学术推广的补充，针对公司部分品种实现快速的市场覆盖，公司为经销商提供学术支持、监管考核。**普药助销模式**主要针对大众化的非独家产品，公司与医药商业公司合作完成面向终端的市场分销工作。

持续推进核心品种循证建设工作。公司围绕热毒宁注射液、金振口服液、杏贝止咳颗粒、银杏二萜内酯葡胺注射液、天舒胶囊等品种开展循证建设工作，2022 年共列名各类中西医治疗指南/共识 11 篇，发表临床文章 30 篇。4 个独家品种散寒化湿颗粒、金振口服液、杏贝止咳颗粒及加味藿香正气软胶囊被国家中医药管理局列入《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》，入选品种数量位居行业前列。2 个独家品种散寒化湿颗粒、热毒宁注射液被列入第十版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》。

开展学术活动，提升品牌价值。公司广泛开展多层次、高质量、有特色的学术活动，且活动类型更为丰富。针对金振口服液的“金声玉振”学术品牌项目在各重点省份迅速铺开，骨科线、心脑血管线、妇科线开展了“健行天下”“非你莫舒”等学术品牌项目，在各自治领域打造学术品牌。

4. 股权激励出台推动公司业绩发展

股权激励彰显信心，强化非注射剂业务布局。2022 年 9 月 16 日，公司发布 2022 年度限制性股票激励计划（调整后），拟以 7.92 元/股向激励对象授予限制性股票数量 880 万股，占总股本的 1.53%。激励对象包括公司董事、负责销售业务的高管、研发及销售系统核心人员共计 149 人。限售期分别为自限制性股票授予之日起 12 个月、24 个月、36 个月，按 30%、30%、40%解锁。

公司本次股权激励是继 2017 年股票期权激励以来近 5 年首次激励计划，与公司业绩触底反弹趋势结合，代表公司对未来自身发展的信心。从激励要求综合判断，2022-2024 年公司至少要做到复合 22%+利润增长，且非注射剂持续保持现在的高占比。公司激励计划的出台，有望推动公司业绩加速增长。

2022 年公司实现营业收入 43.51 亿元（yoy+19.25%），归属于上市公司股东的净利润 4.34 亿元（yoy+35.54%）；在稳定注射剂基础上，大力发展非注射剂品种，非注射剂品种全年销售收入达 29 亿元，占总收入的 66.65%（yoy+23.69%），完成了股权激励 2022 年度第一期解限指标。

表 8 公司股权激励计划解除限售条件

解除限售期	考核年度	目标值
第一次	2022 年	22 年营收同比 21 年增速不低于 22%，或净利润增速不低于 24%；且 22 年非注射剂营收同比增速不低于 22%
第二次	2023 年	23 年营收同比 22 年增速不低于 20%，或净利润增速不低于 22%；且 22 年非注射剂营收同比增速不低于 23%。
第三次	2024 年	24 年营收同比 23 年增速不低于 18%，或净利润增速不低于 20%；且 22 年非注射剂营收同比增速不低于 22%。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 9 公司股权激励需摊销费用（万元）

首次授予的限制性股票数量（万股）	需摊销的总费用	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
816.90	5,277.17	1,539.18	2,286.78	1,099.41	351.81

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测与估值

核心假设：

1. **抗病毒感染类**：热毒宁注射液已被纳入新冠诊疗方案，受集采影响温和，价格下降有望带动销量提升，推动注射液产品营收复苏。金振口服液已在多个省份中标，且儿科市场需求旺盛，未来有望继续快速放量。预计系列产品 2023-2025 年收入增速分别为 23%、22%、21%，收入分别达 25.8、31.5、38.1 亿元；

2. **心脑血管类**：银杏二萜内酯葡胺注射液经过 2 次医保谈判后，价格大幅下降，但目前负面影响基本抵消。产品覆盖面提高，销售量因为价格下降大量增加，以量换价效果逐步体现，未来营收预计恢复正常增长。预计 2023-2024 年合计收入增速分别为 15%、13%、12%，收入分别达 12.1、13.6、15.3 亿元；

3. **妇科**：公司主要产品有桂枝茯苓胶囊，散结镇痛胶囊等。桂枝茯苓胶囊作为经典名方，我们预计 2023-2025 年收入增速分别为 24%、22%、18%，收入分别达 4.5、5.5、6.6 亿元；

4. **骨伤科**：随着人口老龄化程度加深，骨有望扩大。公司骨伤科独家产品涉及品类多，复方南星止痛膏表现优秀，筋骨止痛凝胶 2020 年纳入医保目录后持续放量，带动公司整个凝胶业务。预计 2023-2025 年收入增速分别为 20%、18%、16%，收入分别达 6.7、7.9、9.2 亿元；

5. 随着后续各地集采落地，以及公司核心单品库存出清，预计公司整体毛利率保持相对稳定且略有上升，2023-2025 年分别为 72.9%、73.1%、73.3%；预计 2023-2025 年公司收入分别为 52.5、62.6、73.6 亿元，同比增长 21%、20%、18%；实现归母净利润 5.4、6.7、8.0 亿元，同比增长 25%、24%、19%，对应 EPS 为 0.93/1.15/1.37 元。对应 2023 年 5 月 12 日收盘价 28.15 元/股，PE 为 30X/25X/21X。

表 10 公司业绩拆分情况 (亿元)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30.3	36.5	43.5	52.5	62.6	73.6
YOY	-33.7%	20.5%	19.2%	20.7%	19.2%	17.7%
毛利率	72.9%	71.9%	72.4%	72.9%	73.1%	73.3%
1、呼吸与抗感染类药						
营业收入	11.2	14.4	21.0	25.8	31.5	38.1
YOY	-50.0%	28.6%	45.7%	23.0%	22.0%	21.0%
毛利率	77.7%	74.3%	77.7%	78.0%	78.0%	78.0%
2、心脑血管类药						
营业收入 (百万元)	9.1	11.8	10.5	12.1	13.6	15.3
YOY	-31.6%	29.7%	-11.1%	15.0%	13.0%	12.0%
毛利率	68.7%	72.9%	68.7%	70.1%	70.5%	70.5%
3、妇科类药						
营业收入	4.1	4.5	3.7	4.5	5.5	6.5
YOY	-16.3%	9.8%	-18.5%	24.0%	22.0%	18.0%
毛利率	74.3%	69.9%	74.3%	72.8%	72.8%	73.0%
4、骨伤科类药						
营业收入	5.30	5.50	5.61	6.7	7.9	9.2
YOY	10.4%	3.8%	2.0%	20.0%	18.0%	16.0%
毛利率	62.6%	66.1%	62.6%	63.8%	63.8%	63.8%
5、其他						
营业收入	0.6	0.3	2.8	3.4	4.0	4.5
YOY	100.0%	-50.0%	817.9%	22.0%	18.0%	14.0%
毛利率			62.2%	62.2%	62.2%	62.2%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.2. 投资建议

公司独家药品和基药品类丰富，热毒宁、银杏二萜内酯葡胺注射液和金振口服液三大核心产品奠定发展基础，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。我们选取达仁堂、以岭药业、天士力、方盛制药（中药创新药）作为可比公司，截至 2023 年 5 月 12 日，可比公司 2023-2025 年平均 PE 为 33X/27X/23X，公司估值略高于可比公司平均水平，同时考虑到公司为院内中药创新药龙头公司应享有溢价。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11 可比公司估值情况 (20230512)

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600329.SH	达仁堂	355	8.6	10.8	13.4	16.4	41	33	26	22
002603.SZ	以岭药业	485	23.6	25.1	28.8	33.1	21	19	17	15
600535.SH	天士力	221	-2.6	9.8	11.6	13.2	-86	22	19	17
603998.SH	方盛制药	52	2.9	1.7	2.2	2.8	18	31	24	19
	平均							26	22	18
600557.SH	康缘药业	165	4.3	5.5	6.9	8.6	38	30	24	19

资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：可比公司数据来自于 Wind 一致性预期）

6.风险提示

- (1) 大品种增速放缓风险：公司的基药三大产品银杏二萜内酯葡胺注射液、热毒宁注射液和金振口服液收入体量较大，如果增速放缓或者下滑，可能导致整个公司增速放缓；
- (2) 产品降价风险：公司的热毒宁注射液已进入广东省联盟集采目录，后续可能出现一定价格下降；
- (3) 新产品市场推广不及预期风险；
- (4) 产品研发进度不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,351	5,296	6,339	7,463	净利润	442	553	683	813
YoY(%)	19.2%	21.7%	19.7%	17.7%	折旧和摊销	193	196	200	207
营业成本	1,214	1,433	1,701	1,992	营运资金变动	361	76	137	28
营业税金及附加	73	87	105	124	经营活动现金流	996	844	1,036	1,062
销售费用	1,868	2,296	2,759	3,261	资本开支	-189	-210	-158	-166
管理费用	190	239	282	332	投资	21	0	0	0
财务费用	-9	-20	-29	-43	投资活动现金流	-164	-204	-151	-159
研发费用	606	736	879	1,037	股权募资	69	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0	债务募资	-235	150	-45	-12
投资收益	4	5	6	7	筹资活动现金流	-168	146	-53	-17
营业利润	455	585	711	843	现金净流量	664	785	832	886
营业外收支	-9	-22	-18	-18					
利润总额	446	564	693	826	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	4	11	10	13	成长能力				
净利润	442	553	683	813	营业收入增长率	19.2%	21.7%	19.7%	17.7%
归属于母公司净利润	434	542	671	799	净利润增长率	35.5%	24.8%	23.8%	19.0%
YoY(%)	35.5%	24.8%	23.8%	19.0%	盈利能力				
每股收益	0.75	0.93	1.15	1.37	毛利率	72.1%	72.9%	73.2%	73.3%
					净利率	10.0%	10.2%	10.6%	10.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	6.4%	6.9%	7.6%	7.9%
货币资金	1,601	2,386	3,219	4,105	净资产收益率 ROE	9.1%	10.2%	11.2%	11.8%
预付款项	61	64	76	91	偿债能力				
存货	343	453	473	578	流动比率	2.09	2.07	2.25	2.36
其他流动资产	1,725	1,940	2,077	2,381	速动比率	1.83	1.82	2.01	2.11
流动资产合计	3,730	4,845	5,844	7,154	现金比率	0.90	1.02	1.24	1.35
长期股权投资	4	4	4	4	资产负债率	27.4%	30.6%	30.3%	30.9%
固定资产	2,409	2,439	2,424	2,412	经营效率				
无形资产	231	190	142	96	总资产周转率	0.68	0.72	0.76	0.79
非流动资产合计	3,066	3,059	3,001	2,945	每股指标 (元)				
资产合计	6,796	7,904	8,846	10,099	每股收益	0.75	0.93	1.15	1.37
短期借款	0	150	105	93	每股净资产	8.13	9.06	10.21	11.57
应付账款及票据	373	581	620	725	每股经营现金流	1.70	1.44	1.77	1.82
其他流动负债	1,408	1,606	1,871	2,217	每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,781	2,336	2,596	3,035	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	37.53	30.35	24.52	20.61
其他长期负债	81	81	81	81	PB	2.31	3.11	2.76	2.43
非流动负债合计	81	81	81	81					
负债合计	1,862	2,417	2,676	3,116					
股本	585	585	585	585					
少数股东权益	180	190	202	216					
股东权益合计	4,934	5,487	6,170	6,983					
负债和股东权益合计	6,796	7,904	8,846	10,099					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。