

悦康药业 (688658.SH) 产品结构不断调整, 盈利能力持续改善

2022 年 02 月 15 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

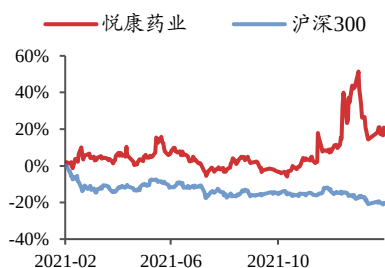
蔡明子 (分析师)

caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

日期	2022/2/15
当前股价(元)	25.66
一年最高最低(元)	33.37/19.84
总市值(亿元)	115.47
流通市值(亿元)	51.81
总股本(亿股)	4.50
流通股本(亿股)	2.02
近 3 个月换手率(%)	137.13

股价走势图



数据来源: 聚源

● 悦康药业产品结构持续调整, 盈利能力不断改善, 建议积极关注

现阶段, 悦康药业高毛利的银杏叶提取物注射液快速放量, 低毛利代理产品逐渐下滑, 公司产品结构逐步调整, 盈利能力持续改善, 毛利率由 2017 年的 43.03% 提升到 2021Q3 的 68.54%。随着产品结构的持续调整, 公司盈利能力将持续改善, 我们预计 2021-2023 年收入分别为 50.55/64.20/80.02 亿元, 归母净利润分别为 5.5/7.3/9.6 亿元, EPS 分别为 1.23/1.62/2.13 元, 当前股价对应 PE 分别为 20.8/15.8/12.1 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 银杏叶提取物注射液持续放量

2019 年国家将银杏叶提取物注射液的医保目录进行调整, 并取消了在二级以上的医疗机构才能使用的限制, 终端渠道大幅增加。同时, 增加耳部血流及神经障碍适应症的报销范围。据公司公告, 截止 2021 年前三季度, 银杏叶提取物注射液在等级医院有近 49% 的医院未覆盖, 基层医疗机构更是有近 80% 的医院未覆盖, 预计随着覆盖终端医院的增加, 银杏叶提取物注射液有望保持增长。

● 1.1 类新药爱地那非商业化开启, 为公司业绩贡献又一增长点

公司近期公告, 1.1 类新药获批上市, 并于 2022 年 1 月 18 日开启商业化阶段, 预计公司有望凭借较强的销售能力快速放量, 为公司增长带来新的增长点, 并持续改善公司产品结构, 提升盈利能力。

● 化药及中药在研管线丰富, 前瞻性布局核酸类药物

公司依托自有创新药平台, 储备较多处于各个开发阶段的在研项目, 其中包含中药创新药注射用羟基红花黄色素 A; 化药创新药硫酸氢氯喹莫司他胶囊; 同时, 公司搭建核酸技术平台, 布局核酸药物梯队, CT102 项目进展最快, 目前处于临床一期阶段。

● **风险提示:** 银杏叶提取物注射液医保谈判降价风险、新产品销售不及预期, 减持风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,288	4,339	5,055	6,420	8,002
YOY(%)	7.7	1.2	16.5	27.0	24.6
归母净利润(百万元)	285	442	554	729	958
YOY(%)	6.5	54.9	25.3	31.5	31.4
毛利率(%)	60.9	66.0	69.2	73.3	76.1
净利率(%)	6.7	10.2	11.0	11.4	12.0
ROE(%)	25.6	12.4	14.1	15.8	17.4
EPS(摊薄/元)	0.63	0.98	1.23	1.62	2.13
P/E(倍)	40.5	26.1	20.8	15.8	12.1
P/B(倍)	10.3	3.2	2.9	2.5	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、悦康药业：兼具 Big Pharma 和 Biotech 基因的投资标的	4
1.1、创始人为公司实控人，股权激励到位	4
1.2、科创板化药领域营收规模最大，多款产品市场领先	5
1.3、公司研发体系完善，布局前沿核酸药物	6
1.4、聚焦国际化视野，公司拥有二十年的国际贸易合作经验	8
1.5、拥有专业化营销网络，市场化能力卓著	8
1.6、公司业绩稳健增长，盈利能力持续提升	9
1.7、启动股权激励，公司发展有望迈上新台阶	10
2、核心产品持续放量，重磅 1.1 新药有望贡献公司新的增长点	11
2.1、银杏叶提取物注射液持续放量	11
2.2、活心丸：疗效明确的又一重磅品种	13
2.3、1.1 类新药枸橼酸爱地那非获批上市，有望贡献新的增长点	15
2.4、其他优势化药品种稳健增长	16
2.4.1、高质量标准的奥美拉唑肠溶胶囊	16
2.4.2、缓控释技术平台代表品种—盐酸二甲双胍缓释片	16
2.5、布局多领域中药产品，中药产品线齐全	17
3、化药及中药在研管线丰富，前瞻性布局核酸类药物	18
3.1、依托天龙药业打造核酸药物平台，CT102 项目有序推进	19
4、盈利预测与投资建议	20
4.1、关键假设	20
4.2、盈利预测与估值	20
5、风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1：创始人为公司实控人，员工激励到位	5
图 2：2020/2021 年前三季度收入在科创板化药领域排名第一	5
图 3：2020 年和 2021 年前三季度净利润在科创板化药领域排名前列	5
图 4：公司与高校合作推进产学研进度	7
图 5：公司已打造多项技术平台	7
图 6：2021 年前三季度公司研发人员数量居于前列（单位：人）	8
图 7：2021 年前三季度公司研发投入居于前列（单位：亿元）	8
图 8：董事长随国家主席习近平访法，出席中法投资贸易论坛	8
图 9：2017-2021Q3 收入稳健增长	9
图 10：2017-2021Q3 扣非归母净利润稳健增长	9
图 11：高毛利的心脑血管类药物占比持续提升	9
图 12：心脑血管类药物毛利率较高	9
图 13：2017 年至 2021 年 Q3 盈利能力持续提升	10
图 14：2017 年至 2021Q3 费用率稳定	10
图 15：银杏叶提取物注射液为公司核心产品	11
图 16：银杏叶提取物注射液快速放量	12
图 17：等级医院仍有 49% 未开发	13

图 18: 基层医疗机构有 76%未开发	13
图 19: 活心丸: 疗效明确的又一重磅品种	13
图 20: 活心丸销售额快速增长 (单位: 万元)	14
图 21: 活心丸等级医院有 89%未开发	15
图 22: 活心丸在基层医疗机构有 93%未开发	15
图 23: 爱地那非为西地那非 me-too 类药物	15
图 24: 高质量标准的奥美拉唑肠溶胶囊	16
图 25: 缓控技术平台代表药物—盐酸二甲双胍缓释片	17
图 26: 奥美拉唑肠溶胶囊销售额稳健增长 (单位: 亿元)	17
图 27: 盐酸二甲双胍缓释片销售额稳健增长 (单位: 亿元)	17
图 28: CT102 启动一期临床研究	20
表 1: 经历 20 年发展, 打造仿创结合技术平台	4
表 2: 公司多款产品市占率较高	6
表 3: 股权激励考核目标明确	10
表 4: 开展多项询证研究, 疗效明确	11
表 5: 医保报销范围的变化, 为产品收入增长打开了新蓝海	12
表 6: 由陈可冀院士、张伯礼院士主持的临床再评价研究	14
表 7: 公司布局多领域中药产品	18
表 8: 化药和中药在研管线丰富	19
表 9: 核酸类药在研管线丰富	19
表 10: 与可比公司相比, 悦康增长较快, 估值合理	21

1、悦康药业：兼具 Big Pharma 和 Biotech 基因的投资标的

悦康药业由创始人于伟仕先生于 2001 年创立，公司立足于高端化学药的研发、生产与销售，产品覆盖心脑血管、消化系统、内分泌以及抗肿瘤等多个治疗领域，是一家基础雄厚的围绕产品、产能、产业链全面发展的 BIG pharma 公司，也是一家具备 biotech 成长因子的公司。悦康药业位列于工信部医药工业百强、工信部中国医药研发产品线最佳工业企业，公司成立 20 年来培育核心技术构建创新体系，致力于仿创结合努力实现持续发展，未来将以更广阔的视野聚焦于全球化的发展进程。

表1：经历 20 年发展，打造仿创结合技术平台

年份	事件
2001 年	公司成立
2002 年	集团药厂竣工并通过 GMP，获得首个仿制药生产批件，自产产品首次实现收入
2004 年	获得首个首仿产品生产批件
2007 年	获得第一批出口药品注册证
2012 年	启动首个 1 类新药项目枸橼酸爱地那非原料药及制剂研发工作 首仿产品银杏叶提取物注射液上市销售
2015 年	奥美拉唑系列产品产业化与国际化的关键技术开发项目荣获国家科技进步二等奖
2016 年	首个 1 类新药产品注射用羟基红花黄色素 A 进入临床二期阶段 化学药物晶型关键技术体系的建立与应用项目荣获国家科技进步二等奖
2018 年	盐酸二甲双胍缓释片通过仿制药一致性评价及工艺改进
2019 年	悦康药业集团股份有限公司成立
2020 年	2020 年 12 月 24 日成功在上交所“科创板”挂牌上市 中药和天然药物活性物质的发现与研究获江苏省科学技术一等奖

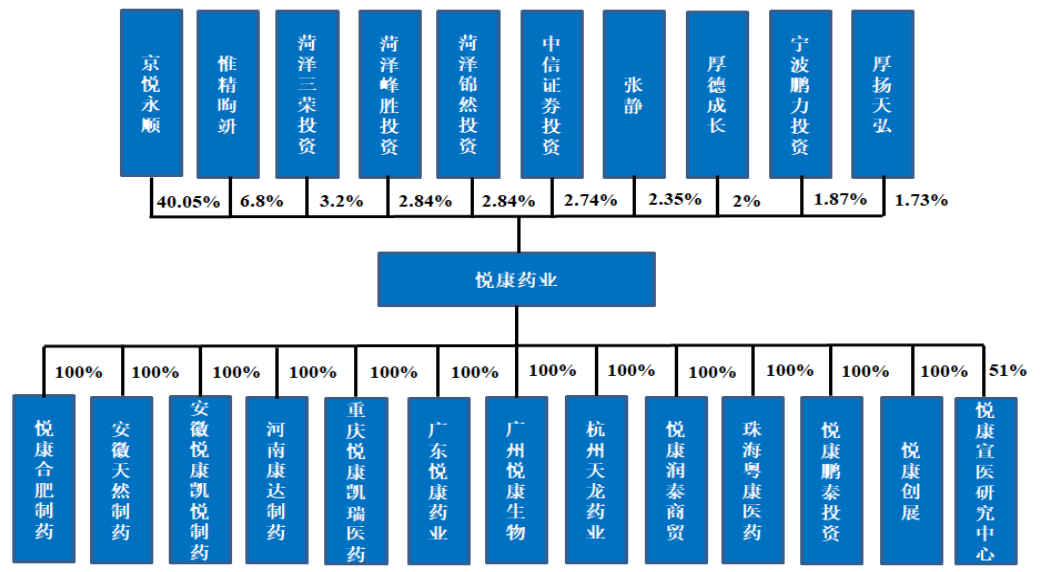
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、创始人为公司实控人，股权激励到位

股权结构清晰，创始人为公司实控人：截至 2021 年第三季度，京悦永顺直接持有公司 40.05% 的股份，系公司的控股股东，公司董事长于伟仕通过持有京悦永顺 90% 股份间接持有悦康药业 36.45% 的股份，马桂英通过持有京悦永顺 10% 的股份间接持有悦康药业 4.05% 的股份，系公司的实际控制人。

子公司业务布局医药全产业链，协调发展：截至 2021 年第三季度，悦康药业旗下共有 12 家全资控股子公司和 1 家控股比例为 51% 股份的子公司，子公司遍布于北京、广州、合肥、重庆、珠海等城市，业务范围涉及医药研发、生产等全产业链，子公司间协调发展，为公司未来发展壮大奠定了良好的基础。

图1: 创始人为公司实控人, 员工激励到位

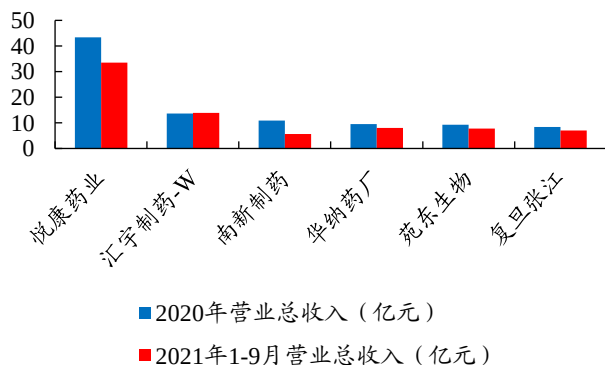


资料来源: Wind、开源证券研究所

1.2、科创板化药领域营收规模最大, 多款产品市场领先

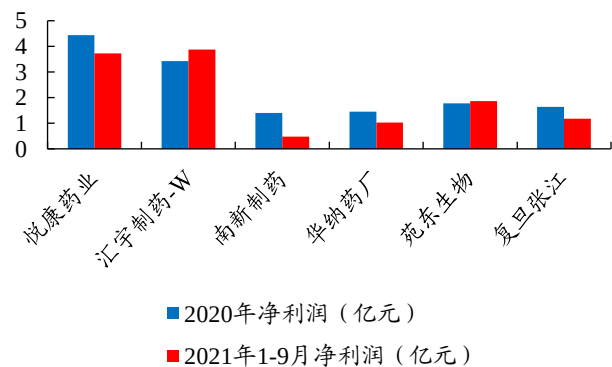
悦康药业是规模最大、最具盈利能力的科创板化药企业, 根据 Wind 数据, 2020 年全年及 2021 年前三季度, 悦康药业营业收入在科创板化药企业中排名第一; 同时, 公司的净利润规模也排名居前, 具有一定的规模优势。

图2: 2020/2021 年前三季度收入在科创板化药领域排名第一



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2020 年和 2021 年前三季度净利润在科创板化药领域排名前列



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司多款产品在相关市场中居于领先地位: 据米内网数据显示, 公司核心产品银杏叶提取物注射液的市场占有率达 80.89%, 稳居市场第一; 天麻素注射液的市场占有率在 19.91%, 排名第二; 同时, 公司的盐酸二甲双胍缓释片、注射用头孢呋辛钠市占率均居市场首位。

表2: 公司多款产品市占率较高

领域	主要产品	2019 年		2020 年		2021 年	
		市场份额占比	市场排名	市场份额占比	市场排名	市场份额占比	市场排名
心脑血管 药物	银杏叶提取物 注射液	52.31%	1	79%	1	80.89%	1
	天麻素注射液	17.91%	3	18.79%	2	19.91%	2
消化系统 药物	注射用兰索拉唑	16.22%	3	未检索到数据	未检索到数据	2021 年未检索到数据	2019 年第 3
	奥美拉唑肠溶 胶囊	14.06%	3	未检索到数据	未检索到数据	2021 年未检索到数据	2019 年第 3
糖尿病 药物	盐酸二甲双胍 缓释片	6.83%	2	9.80%	5	13.61%	1
抗感染 药物	注射用头孢呋辛 钠	3.22%	6	33.60%	1	32.92%	1
	注射用头孢曲松 钠	3.38%	5	未检索到数据	未检索到数据	未检索到数据	无数据

资料来源: 公司公告、米内网、开源证券研究所

1.3、公司研发体系完善，布局前沿核酸药物

研发体系完善，创新保障力强：公司以悦康药业母公司的研发部门以及主要负责研发的子公司悦康科创为核心，以各生产子公司研发部门为补充，同时协同中国医学科学院药物研究所、首都医科大学、中山大学等科研院所，以及首都医科大学宣武医院、中国医学科学院阜外医院等临床研究机构，发挥产学研合作优势的新药研发体系，形成了独特的理论创新体系和技术创新平台。完善的研发体系和强大的创新能力为公司持续创新提供有力的保障。

图4：公司与高校合作推进产学研进度



资料来源：公司官网

核心技术突出，创新能力强，已打造多个技术平台：经过多年的技术积累，公司形成了以核酸药为基础的靶点发现平台、高通量筛选平台、领先的工艺开发及规模化制备平台、完整的分析质控平台、以仿制药为基础的缓控释制剂技术平台、注射剂精细化制备技术平台等 8 大核心技术平台，相关技术水平处于行业前列，有力的支撑和保障了公司创新药和仿制药的药物晶型研究技术平台、高端药用辅料研发技术平台以及心脑血管研发及产业化。

图5：公司已打造多项技术平台

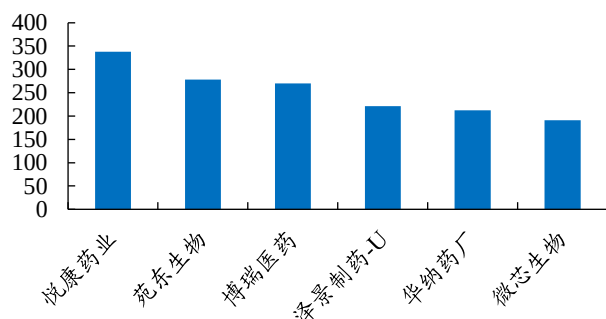


资料来源：公司官网、开源证券研究所

注重研发团队建设，加大研发投入：据 Wind 数据，2021 年前三季度悦康药业研发人员有 338 人，占总人数的比例在 11.62%，在科创板化药领域排名前列；2021

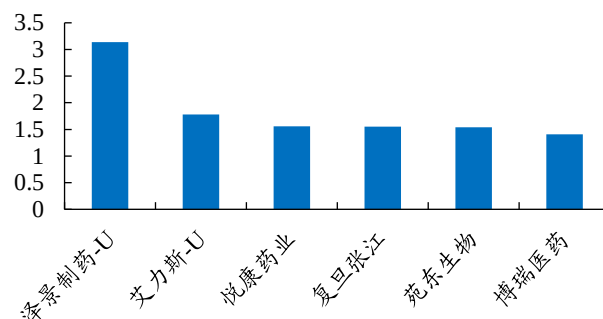
年前三季度研发投入 1.56 亿元，同样居于科创板化药领域前列。

图6：2021 年前三季度公司研发人员数量居于前列（单位：人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2021 年前三季度公司研发投入居于前列（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、聚焦国际化视野，公司拥有二十年的国际贸易合作经验

国际贸易：公司拥有丰富的国际贸易经验，创始人自九十年代开始即通过国际合作开展进口高端药物国内代理业务，目前主要国际客户、供应商稳定合作长达十余年，多款产品销往全球多个国家和地区。

国际合作：2014 年，于伟仕董事长随国家主席习近平访法，出席中法投资贸易论坛。公司与意大利医药行业建立长期稳固的合作关系、作为发起单位，参与成立“中意企业家委员会”，并且与日本建立高端制剂和汉方药合作。

国际认证：公司固体制剂生产线取得欧盟 GMP、日本 JGMP 认证，公司药品生产管理体系与国际接轨，致力于发展符合国际标准的产品管线。

图8：董事长随国家主席习近平访法，出席中法投资贸易论坛



资料来源：公司官网

1.5、拥有专业化营销网络，市场化能力卓著

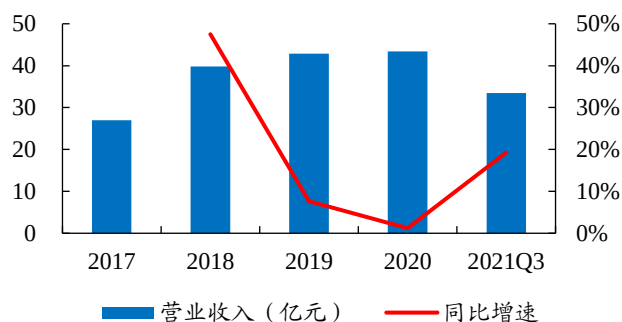
公司通过品牌建设、学术推广、终端管理、营销全面信息化等方式打造专业化的

营销网络，营销机构覆盖全国。公司通过强大的第三终端市场优势，在集采大背景下保持了强大的生命力。

1.6、公司业绩稳健增长，盈利能力持续提升

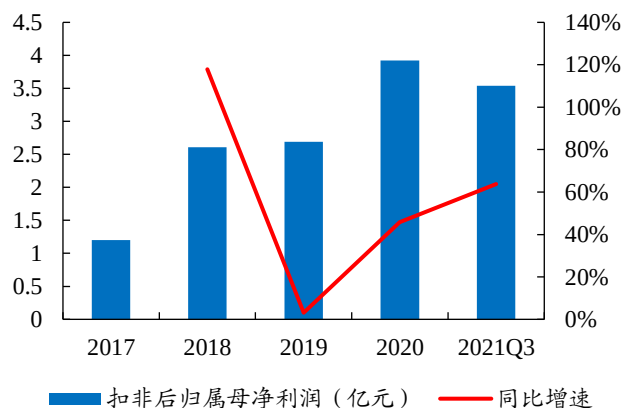
在疫情不利影响下仍保持平稳增长：受到疫情影响，患者门诊量和住院量较大幅度下降，公司抗感染药物和消化系统类药物销量有所减少，因而 2020 年前三季度营业收入略有下降，综合全年来看业绩维持平稳并有小幅增长。公司业务收入从 2017 年 27 亿元增长至 2020 年的 43.4 亿元，年复合增长率 17.13%，增长稳健；扣非后归母净利润由 2017 年的 1.2 亿元增长至 2020 年的 3.92 亿元，年复合增长率为 48.37%，实现快速增长。

图9：2017-2021Q3 收入稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

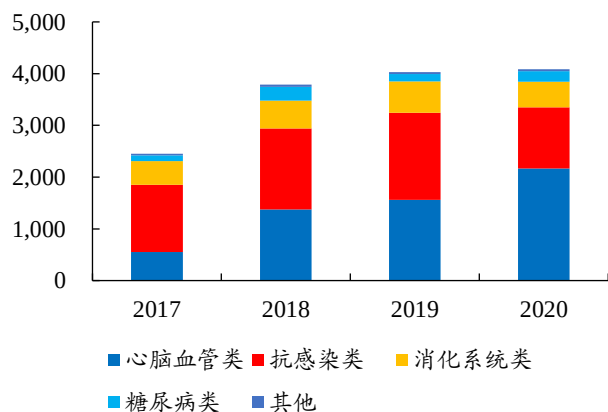
图10：2017-2021Q3 扣非归母净利润稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

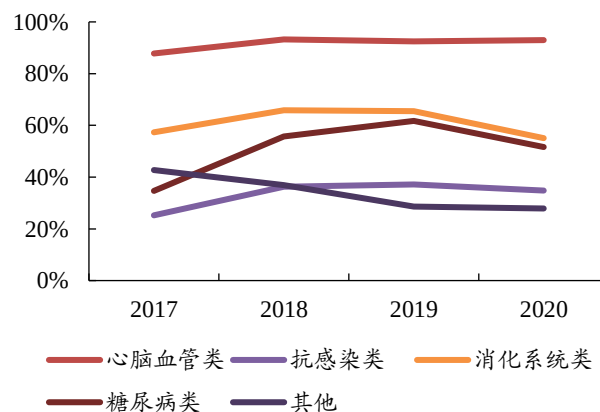
在公司的化学制剂类药物中，产品结构持续调整，高毛利的心脑血管类药物占比持续提升，低毛利的抗感染类产品占比逐渐下滑。

图11：高毛利的心脑血管类药物占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：心脑血管类药物毛利率较高

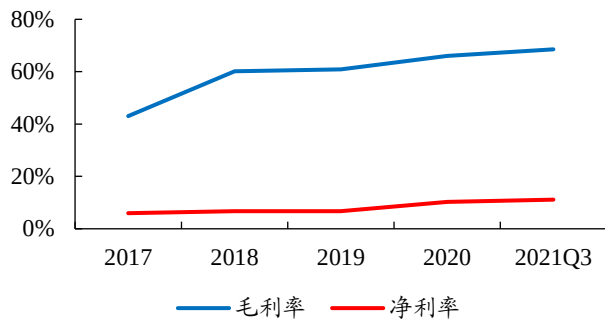


数据来源：Wind、开源证券研究所

随着产品结构调整，公司毛利率和净利率均稳步提升：公司的毛利率由 2017 年的 43.03% 稳步提升至 2021 年 Q3 的 68.54%，盈利能力大幅提升，盈利能力提升的主要原因是公司产品结构的调整，预计公司盈利能力有望持续提升。

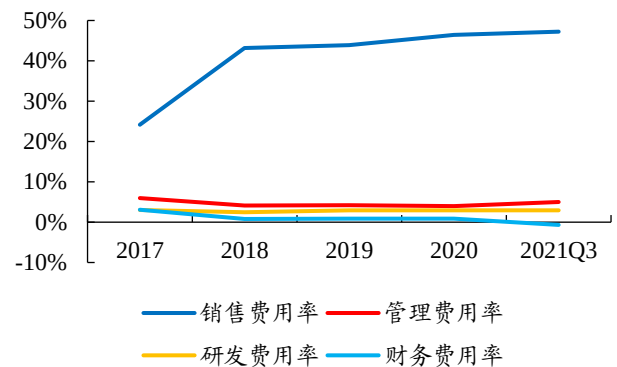
费用端，销售费用占比最高，其余费用率均保持稳定：销售费用占收入的比重从 2017 年的 24.16% 增长至 2020 年的 46.46%，增长较快，其他三项费用率均维持稳定状态。

图13: 2017 年至 2021 年 Q3 盈利能力持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2017 年至 2021Q3 费用率稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.7、启动股权激励，公司发展有望迈上新台阶

为吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心团队的积极性，公司于 2021 年 12 月推出股权激励计划。此次激励计划以 2021 年扣非净利润为基础，2022-2024 年净利润增长率要求不低于 30%、69%、119%，三年净利润复合增速不低于 30%（剔除股权激励计划股份支付费用影响）。

同时对创新药的 IND 和 NDA 申请数量均有一定要求，有望逐步丰富公司产品管线。此次股权激励费用预计摊销总费用为 1.19 亿元，2021-2025 年分别摊销 254 万元、6086 万元、3639 万元、1552 万元、323 万元。

表3: 股权激励考核目标明确

归属安排	考核年度	业绩考核目标
首次授予第一个归属期	2022 年	(1) 以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 30%； (2) 2022 年度创新药，新申报并获得受理的 IND 申请不少于 2 项，取得药品注册证书不少于 1 项。
首次授予第二个归属期	2023 年	(1) 以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 69%； (2) 2023 年度创新药，新申报并获得受理的 IND 申请不少于 2 项，申报并获得受理的新药 NDA 或者扩展适应症 (sNDA) 不少于 2 项。

首次授予第三个归属期 2024 年

(1) 以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 119%；

(2) 2024 年度创新药，新申报并获得受理的 IND 申请不少于 3 项，申报并获得受理的新药 NDA 或者扩展适应症（sNDA）不少于 2 项。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、核心产品持续放量，重磅 1.1 新药有望贡献公司新的增长点

2.1、银杏叶提取物注射液持续放量

银杏叶提取物注射液适应症：主要用于脑部、周围血液循环障碍；急慢性脑功能不全及其后遗症；耳部血流及神经障碍；眼部血流及神经障碍；周围循环障碍。公司开展多项询证研究，“银杏叶提取物”国内外研究及其广泛拥有 2 万余篇研究文献，并进入多个权威指南，疗效明确。

图15：银杏叶提取物注射液为公司核心产品



资料来源：公司官网

表4：开展多项询证研究，疗效明确

询证研究
“银杏叶提取物”国内外研究，发表 2 万余篇研究文献
《银杏叶提取物注射液临床应用中国专家共识(2019)》发表于《中华老年医学杂志》
9 部权威脑血管疾病指南、路径推荐脑梗死;痴呆及认知障碍;多发性硬化
5 部权威耳部疾病指南、路径、共识推荐-突发性耳聋;听力减退;眩晕
1 部权威心血管疾病指南推荐-下肢动脉硬化闭塞症

资料来源：公司公告、开源证券研究所

医保报销范围调整，加速银杏叶提取物注射液终端放量：2019 年国家对该产品医保目录进行了调整，并取消了原来限制二级以上的医疗机构才能使用的情况，终端渠道有了大幅增加。同时，增加了耳部血流及神经障碍患者的一个报销范围，增加

了一个平行赛道的市场空间。

表5: 医保报销范围的变化, 为产品收入增长打开了新蓝海

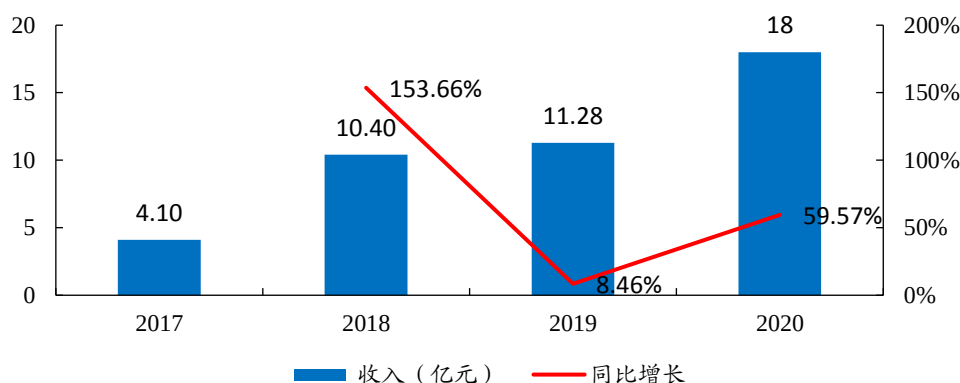
年份	医保情况	医保备注	可适用疾病	可适用终端	说明书适应症
2017 年	国家医保中药目录、乙类	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者。	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者。	二级及以上	主要用于脑部、周围血流循环障碍。急性脑功能不全及其后遗症: 脑卒中、注意力不集中、记忆力衰退、痴呆。
			脑梗塞、脑供血不足、脑动脉硬化、脑血管病、短暂性大脑缺血性发作等;		
2019 年	国家医保西药目录、乙类	限缺血性心脑血管疾病急性期住院患者; 限耳部血流及神经障碍患者。支付不超过 14 天	前庭周围性眩晕、前庭中枢性眩晕、耳聋/听力减退、耳鸣。	不限	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、手脚麻痹冰冷、四肢酸痛。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

随着医保报销范围的拓展及公司加强学术推广, 银杏叶提取物注射液近几年销售快速增长。

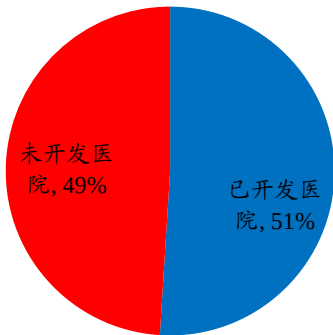
据公司公告, 截止 2021 年前三季度, 银杏叶提取物注射液仍有较大空间有待进一步推广: 等级医院有近 49% 的医院未覆盖, 基层医疗机构更是有近 80% 的医院未覆盖。预计随着覆盖终端医院的增加, 银杏叶提取物注射液仍有较大增量空间。

图 16: 银杏叶提取物注射液快速放量



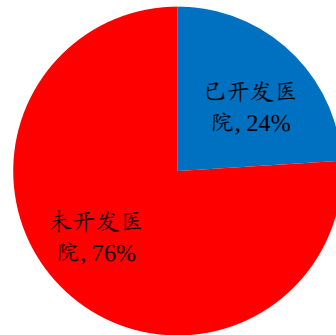
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 等级医院仍有 49%未开发



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 基层医疗机构有 76%未开发



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 注: 基层医疗卫生机构指社区卫生服务中心和站点、乡镇卫生院和村卫生室

2.2、活心丸: 疗效明确的又一重磅品种

自悦康活心丸(浓缩丸)上市后临床实践证实,活心丸(浓缩丸)针对冠心病、心绞痛效果显著,并于2017年底进入到国家医保目录。2020年,上海长征医院牵头的一个多中心随机双盲阳性药对照实验,显示活心丸(浓缩丸)在多项疗效指标上明显优于对照产品,在心绞痛患者的治疗方面具有明显优势。

图19: 活心丸: 疗效明确的又一重磅品种



资料来源：公司招股说明书

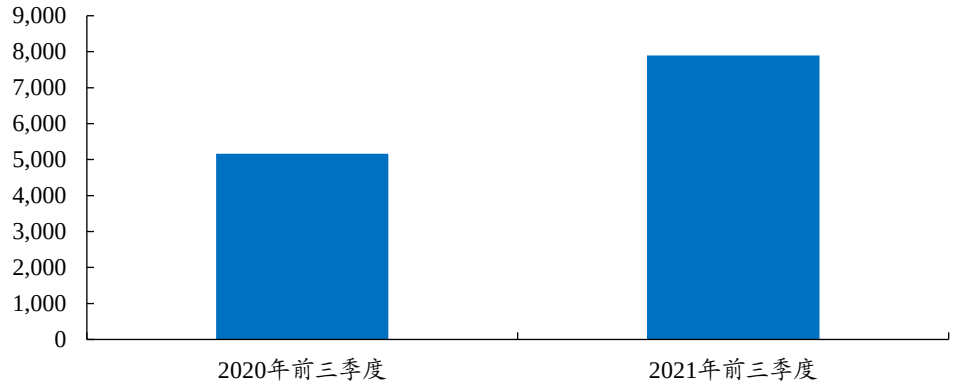
表6：由陈可冀院士、张伯礼院士主持的临床再评价研究

主研单位	专家	分类	研究方向
福建中医药大学 中西医结合医院	陈可冀、褚剑锋	基础试验	活心丸（浓缩丸）通过抑制 TLR4/NF- κ B 通路减缓急性心肌缺血大鼠心脏炎症的作用
			活心丸（浓缩丸）通过抑制 p53 和 TGF- β 1/Smad2/3 途径减轻心肌梗死诱导的细胞凋亡和纤维化
安贞医院	刘梅颜，刘梦超	临床研究	活心丸通过抑制 TGF- β 1/Smad2/3 通路减轻 ISO 诱导的心衰大鼠的心肌纤维化
西苑医院	段文慧、徐浩等	临床研究	活心丸（浓缩丸）治疗冠心病稳定性心绞痛气虚血瘀证——一项多中心、随机、双盲、安慰剂对照临床研究
阜外医院	马丽红等	临床研究	活心丸治疗冠心病稳定性心绞痛的多中心'随机'双盲'安慰剂对照临床
长征医院	陈可冀、吴宗贵等	临床研究	悦康®活心丸（浓缩丸）治疗慢性稳定性心绞痛（气虚血瘀证）随机、双盲、阳性药平行对照、多中心临床试验

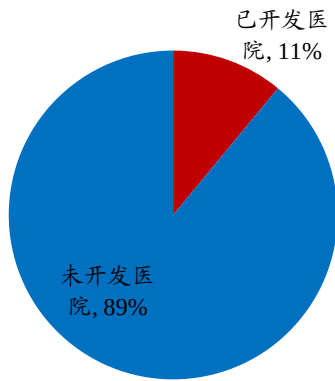
资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司自 2019 年下半年开始逐步进行市场推广工作，目前活心丸（浓缩丸）主要针对的是二三级医院，包括一些县级地级市的等级医院和一些基层的卫生院进行开发。活心丸的销售额保持快速增长，据公司公告，2020 年前三季度，活心丸销售额为 5361 万元，2021 年前三季度销售额快速增长至 7897 万元，同比增速高达 53%左右，处于快速放量阶段。

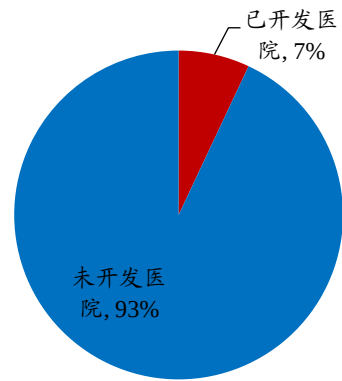
图20：活心丸销售额快速增长（单位：万元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：活心丸等级医院有 89%未开发


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：活心丸在基层医疗机构有 93%未开发


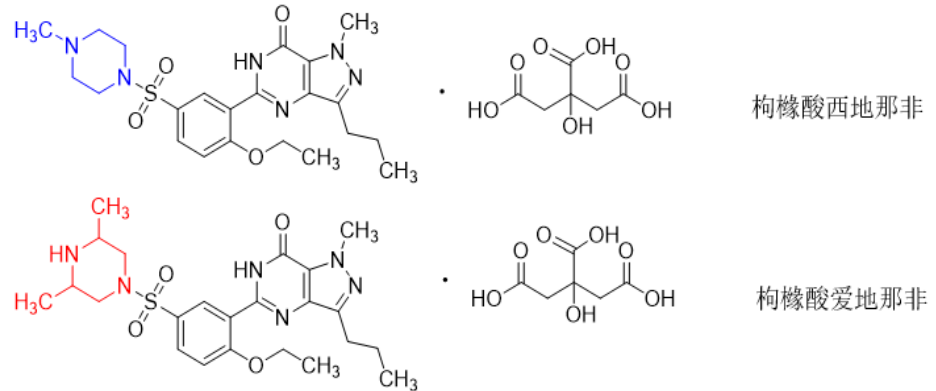
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、1.1 类新药枸橼酸爱地那非获批上市，有望贡献新的增长点

枸橼酸爱地那非属于 5 型磷酸二酯酶抑制剂，其通过抑制降解 cGMP 的 PDE5 活性而增高细胞内 cGMP 浓度，导致平滑肌松弛，使阴茎海绵体内动脉血流增加，产生勃起，治疗男性勃起功能障碍（ED）。

产品优势：创新性高，系“十五”国家“863”计划科技部重大专项、“十二五”国家“重大新药创制”科技重大专项，科技含量高，技术创新性较好具有自主知识产权，已获得中国、欧洲等 21 个国家和地区获得发明专利授权，为该品种建立了较为完善的全球专利保护网络首个创新药，国内有望获批的首个同类创新药，效率高、起效快、安全性高。

图23：爱地那非为西地那非 me-too 类药物



资料来源：知网、开源证券研究所

2.4、其他优势化药品种稳健增长

2.4.1、高质量标准的奥美拉唑肠溶胶囊

奥美拉唑肠溶胶囊主治消化性溃疡、食管炎、胃泌素瘤、胃溃疡、十二指肠溃疡，获得应用技术获国家科技进步二等奖，创新肠溶微丸隔膜包衣技术，提高产品稳定性，在国内首家实现极小微丸的规模化生产，通过欧盟 GMP 认证并且已进入国家医保目录甲类，该药品已通过一致性评价。

图24：高质量标准的奥美拉唑肠溶胶囊



资料来源：公司公告

2.4.2、缓控释技术平台代表品种—盐酸二甲双胍缓释片

盐酸二甲双胍缓释片用于单用饮食和运动治疗不能获良好控制的 2 型糖尿病患者。可单独用药，也可与磺脲类或胰岛素合用。在 2020 年第三批国家集采中，公司 0.5g*60 片规格的盐酸二甲双胍缓释片中标，中标价格为 0.128 元/片（不含税价格元/片），采购周期 3 年，首年约定采购量在三个省（区）合计为 9250 万片。

药品工艺不断优化，增强集采中的产品竞争力：开发出骨架型缓释制剂制备新型工艺，对盐酸二甲双胍缓释片制备工艺进行优化，产品改进后作为前三家通过了

一致性评价。通过开发新型缓控释材料，对盐酸二甲双胍缓释片处方工艺进行优化，相比原研药降低了片重，提高患者依从性通过自产的缓释控材料、包材及减少辅料使用量降低了生产成本，增强了在集采环境下的产品竞争力。

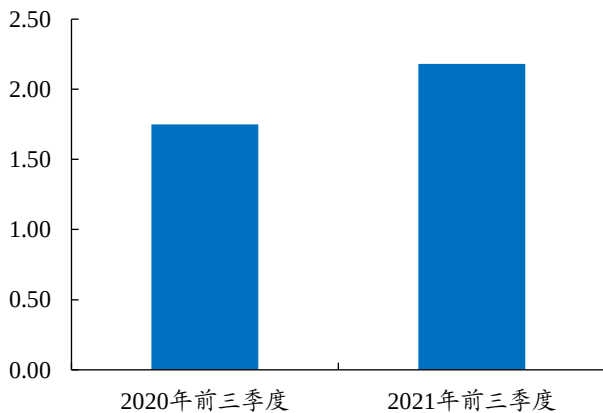
图25：缓控技术平台代表药物—盐酸二甲双胍缓释片



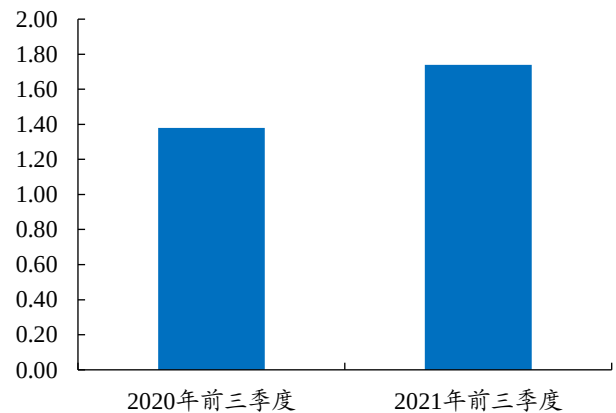
资料来源：公司公告

图26：奥美拉唑肠溶胶囊销售额稳健增长（单位：亿元）

图27：盐酸二甲双胍缓释片销售额稳健增长（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.5、布局多领域中药产品，中药产品线齐全

悦康药业深耕中药 10 余年，公司拥有丰富的中药产品管线，现有中药产品涉及心脑血管、呼吸系统、消化系统以及生殖健康等多个领域。心脑血管疾病用药的中药产品有复方丹参片、通脉降脂颗粒、银杏叶片、灯盏花素片等；清热解毒用药的产品有银黄颗粒、黄连上清胶囊、百蕊胶囊等；消化系统疾病用药的产品有四方胃胶囊；补气补血类用药的产品有复方胎盘片；妇科用药的产品有四物胶囊、更年乐片、调经养颜片；泌尿系统疾病用药的产品有参藿温肾胶囊等，产品线齐全。

表7: 公司布局多领域中药产品

领域	主要产品及治疗领域	医保情况
心脑血管药物	活心丸 益气活血，温经通脉。主治胸痹、心痛，适用于冠心病、心绞痛。	已进入国家医保目录甲类基药目录
	心力丸 温阳益气，活血化痰。用于心阳不振、气滞血瘀所致的胸痹心痛、胸闷气短、心悸怔忡、冠心病、心绞痛等。	已进入国家医保目录乙类
	复方丹参片 活血化痰，理气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹、症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛见上述证候者。	已进入国家医保目录乙类基药目录
	通脉降脂颗粒 活血通脉。用于活血性心脑血管疾病，动脉硬化，脑血栓，脑缺血，冠心病，心绞痛。	非医保
	银杏叶片 活血化痰通络。用于瘀血阻络引起的胸痹心痛、中风、半身不遂、舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死见上述证候者。	已进入国家医保目录乙类
	灯盏花素片 活血化痰，通经活络。用于脑络瘀阻，中风偏瘫、心脉痹阻，胸痹心痛；中风后遗症及冠心病心绞痛见上述证候者。	已进入国家医保目录甲类基药目录
清热解毒类	银黄颗粒 清热疏风，利咽解毒。用于外感风热、肺胃热盛所致的咽干、咽痛、喉核肿大、口渴、发热；急性慢性扁桃体炎、急性慢性咽炎、上呼吸道感染见上述证候者。	已进入国家医保目录甲类基药目录
	黄连上清胶囊 散风清热，泻火止痛。用于风热上攻、肺胃热盛所致的头晕目眩、暴发火眼、牙齿疼痛、口舌生疮、咽喉肿痛、耳痛耳鸣、大便秘结、小便短赤。	已进入国家医保目录甲类基药目录
	百蕊胶囊 清热消炎，止咳化痰。用于急性慢性咽喉炎，气管炎，鼻炎，感冒发热，肺炎等。	非医保
	豨桐胶囊 清热祛湿，散风止痛。用于风湿热痹，症见关节红肿热痛；风湿性关节炎见上述证候者。	非医保
消化系统类	四方胃胶囊 疏肝和胃，制酸止痛。用于肝胃不和所致的胃脘疼痛、呕吐吞酸、食少便溏；消化不良、胃及十二指肠溃疡见上述证候者。	非医保
生殖健康类	复方胎盘片 用于益气、补精血。用于虚损，消瘦，咳喘，神经衰弱，贫血，病后体虚。	已进入国家医保目录乙类
	四物胶囊 调经养血，用于营血虚弱，月经不调。	已进入国家医保目录乙类（OTC）
	更年乐片 养心养肾，调补冲任。用于绝经前后出现的夜寐不安，心悸，耳鸣，多疑善感，烘热汗出，烦躁易怒，腰酸背痛。	非医保
	调经养颜片 补血益气，调经养颜。用于妇女月经量少，及其所引起的痛经、面色淡暗或有暗斑。	非医保
	参藿温肾胶囊 温肾疏肝。用于肾虚肝郁所致的神疲乏力，畏寒肢冷，腰膝酸软，胸胁胀满，情志不畅。	非医保

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、化药及中药在研管线丰富，前瞻性布局核酸类药物

公司依托自有创新药平台，储备较多处于各个开发阶段的在研项目，其中包含中药创新药注射用羟基红花黄色素 A；化药创新药硫酸氢乌莫司他胶囊；同时，公司加强搭建核酸技术平台，布局核酸药物梯队，CT102 项目进展最快，目前已完成临床一期研究。

表8: 化药和中药在研管线丰富

	项目代码	适应症	注册分类	开发阶段
化学药	YK003	男性勃起功能障碍（ED）	化药 1 类	上市
	YK007	胰腺癌、乳腺癌、结直肠癌	化药 1 类	临床 I 期
	YK002	急性缺血性卒中	中药 1 类	临床 III 期
	YK001	血管性痴呆	中药 1 类	临床 III 期
中药制剂	YK006	感染后咳嗽	中药 1 类	临床 II 期
	YK005	儿童特异性皮炎	中药 1 类	临床 II 期
	YK008	银屑病	中药 1 类	临床 I 期

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表9: 核酸类药在研管线丰富

项目分类	项目代码	适应症	靶点	开发阶段
小核酸药物	CT102	原发性肝癌	IGF1R(胰岛素样生长因子 1 受体)	一期临床结束，即将进入下一阶段
	YK012	新型冠状病毒肺炎	N 蛋白和 S 蛋白的保守序列	ASO，序列确定，进一步评价
	YK013	乙型病毒性肝炎	乙肝病毒基因组全序列	ASO，序列确定，进一步评价
	YK014	高胆固醇血症	PCSK9 蛋白	siRNA，序列筛选
mRNA 疫苗	YK009	新型冠状病毒肺炎	新冠病毒 Omicron 突变株 S 蛋白受体结合域 RBD	准备 GMP 样品生产
	YK010	狂犬病	狂犬病毒 G 蛋白	准备 GMP 样品生产
	YK011	乙型病毒性肝炎	乙肝病毒 S1 抗原和核心蛋白组	序列筛选
多肽药物	YK017	广谱冠状病毒	冠状病毒 HR1 区	临床前研究

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1、依托天龙药业打造核酸药物平台，CT102 项目有序推进

依托杭州天龙药业打造核酸药物平台：杭州天龙药业与军科院合作进行核酸药物的研发，是国内首批进入核酸药物领域的领军企业，是中国核酸行业产学研联盟的骨干单位，拥有国内首个核酸药物国家地方联合工程中心，核酸药物浙江省工程中心，近年来承担重大新药创制，国家重大专项和国家 863 重大重点项目八项，建立了从靶点的筛选，核酸序列的合成，修饰，递送，评价，申报以及临床的完整的这个经验。研发团队现在已经接近 50 人，具有强大的研发能力。

注射用 CT102 是 2021 年 3 月 4 号首个治疗肝癌的核酸产品，注射用 CT102 I 期临床在解放军第五医学中心启动，由王福生院士亲自担任 PI，目前已完成临床一期研究。

图28: CT102 启动一期临床研究



资料来源：公司官网

2021年9月22号的时候，公司正式发布公告，一期斥资1.8亿建立小核酸药物和疫苗的研发及中试平台。基于这个平台建设，将进一步加强从靶点筛选与确认，序列设计，抗原设计，药效评价，小试和中式IND申报到临床实验的全链条的完整的研发能力。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

（1）随着产品结构的持续调整，公司高毛利的心脑血管类药物保持稳健增长，预计2021-2023年同比增速为：29.31%、28.45%、27.28%；

（2）低毛利的抗感染类药物，预计2021-2023年同比增速为：-7%、-8%、-8%；消化类药物，预计2021-2023年同比增速为：14.73%、9.7%、11.8%；

（3）糖尿病药物稳健增长，预计2021-2023年同比增速为：30%、25%、20%；其余业务保持稳定。

（4）随着新产品的推广，预计销售费用率保持稳定；研发投入持续增加，预计研发费用率保持稳定；管理费用率和财务费用率随着收入体量增加有望持续下降。

4.2、盈利预测与估值

现阶段，悦康药业高毛利的银杏叶提取物注射液快速放量，低毛利代理产品逐渐下滑，公司产品结构逐步调整，盈利能力持续改善，毛利率由2017年的43.03%提升到2021Q3的68.54%。随着产品结构的持续调整，公司盈利能力将持续改善，我们预计2021-2023年收入分别为50.55/64.20/80.02亿元，归母净利润分别为5.5/7.3/9.6亿元，EPS分别为1.23/1.62/2.13元，当前股价对应PE分别为20.8/15.8/12.1倍，与可比公司相比，悦康药业增长较快，估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10: 与可比公司相比, 悦康增长较快, 估值合理

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000513	丽珠集团	38.23	31.63	14.93	16.73	17.62	22.31	18.20	15.59	13.25
600557	康缘药业	11.17	-48.14	38.65	31.47	14.76	22.93	18.17	13.82	12.04
600535	天士力	14.71	12.43	115.24	-55.28	18.37	19.76	9.18	20.53	17.34
可比公司平均			-1.02	42.21	-1.77	12.69	16.25	11.39	12.49	10.66
688658	悦康药业	25.66	54.89	25.32	31.53	31.45	26.12	20.84	15.84	12.05

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 除天士力, 其余公司均为 Wind 一致预期, 数据为 2022 年 2 月 15 日收盘

5、风险提示

银杏叶提取物注射液医保谈判降价风险、新产品销售不及预期, 减持风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1880	3892	4601	4969	6016
现金	395	2535	2797	3019	3516
应收票据及应收账款	815	614	1051	1064	1572
其他应收款	13	6	16	12	23
预付账款	15	15	20	24	31
存货	557	627	622	754	778
其他流动资产	85	95	95	95	95
非流动资产	1588	1565	1494	1802	2052
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1243	1206	1127	1387	1622
无形资产	195	217	247	283	294
其他非流动资产	150	142	120	131	135
资产总计	3467	5457	6096	6770	8067
流动负债	2201	1779	2065	2054	2452
短期借款	437	160	160	160	160
应付票据及应付账款	851	781	941	957	1157
其他流动负债	913	838	963	938	1136
非流动负债	141	92	92	96	95
长期借款	0	0	0	4	3
其他非流动负债	141	92	92	92	92
负债合计	2342	1871	2157	2150	2548
少数股东权益	3	5	6	10	14
股本	360	450	450	450	450
资本公积	718	2645	2645	2645	2645
留存收益	44	486	978	1605	2395
归属母公司股东权益	1121	3581	3933	4611	5505
负债和股东权益	3467	5457	6096	6770	8067

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	325	698	586	916	1497
净利润	288	444	556	732	962
折旧摊销	130	134	115	134	167
财务费用	38	40	36	205	520
投资损失	-0	0	0	0	0
营运资金变动	-153	70	-121	-156	-152
其他经营现金流	22	10	0	0	0
投资活动现金流	-180	-191	-44	-442	-417
资本支出	148	127	-71	308	250
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-31	-64	-115	-134	-167
筹资活动现金流	-8	1636	-280	-251	-583
短期借款	137	-277	0	0	0
长期借款	0	0	0	4	-0
普通股增加	218	90	0	0	0
资本公积增加	-135	1928	0	0	0
其他筹资现金流	-227	-105	-280	-255	-583
现金净增加额	138	2142	262	223	497

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4288	4339	5055	6420	8002
营业成本	1676	1475	1557	1715	1910
营业税金及附加	52	51	61	77	96
营业费用	1881	2016	2353	3069	3745
管理费用	181	173	263	321	360
研发费用	126	128	152	205	280
财务费用	38	40	36	205	520
资产减值损失	-22	-22	0	0	0
其他收益	19	51	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	328	492	634	827	1091
营业外收入	7	7	0	0	0
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	332	495	630	824	1087
所得税	44	52	75	92	125
净利润	288	444	556	732	962
少数股东损益	2	1	1	3	4
归母净利润	285	442	554	729	958
EBITDA	476	563	675	881	1166
EPS(元)	0.63	0.98	1.23	1.62	2.13

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	7.7	1.2	16.5	27.0	24.6
营业利润(%)	1.4	50.0	28.8	30.5	31.9
归属于母公司净利润(%)	6.5	54.9	25.3	31.5	31.4
获利能力					
毛利率(%)	60.9	66.0	69.2	73.3	76.1
净利率(%)	6.7	10.2	11.0	11.4	12.0
ROE(%)	25.6	12.4	14.1	15.8	17.4
ROIC(%)	16.8	9.9	11.8	13.6	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	67.6	34.3	35.4	31.8	31.6
净负债比率(%)	24.1	-62.5	-64.6	-59.8	-59.1
流动比率	0.9	2.2	2.2	2.4	2.5
速动比率	0.6	1.8	1.9	2.0	2.1
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	5.4	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.98	1.23	1.62	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	1.55	1.30	2.03	3.33
每股净资产(最新摊薄)	2.49	7.96	8.74	10.25	12.23
估值比率					
P/E	40.5	26.1	20.8	15.8	12.1
P/B	10.3	3.2	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	24.8	16.5	13.3	10.0	7.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn