

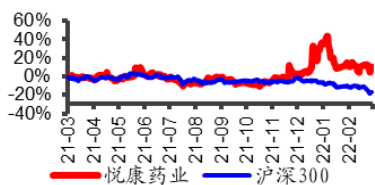
中药与化药双轮驱动，经营状况稳健提升，盈利能力持续增强

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-12

收盘价（元）	24.73
近 12 个月最高/最低（元）	33.37/19.84
总股本（百万股）	450
流通股本（百万股）	202
流通股比例（%）	44.89
总市值（亿元）	111.29
流通市值（亿元）	49.93

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

- 1.【华安医药】中药专题之四——中药创新药：踏时代浪潮，曙光初现
2022-01-04
- 2.【华安医药】中药行业专题：回顾过去方能展望未来，乐观看待中药板块的持续性机会，关注“3+3”投资线索
2022-01-03
- 3.【华安医药】国药瑰宝，品牌为王——品牌中药行业深度报告
2021-12-20

主要观点：

● 布局全产业链，经营状况稳健提升，盈利能力持续增强

公司立足于高端制药的研发、生产与销售，同时具备 Biotech 生长因子，盈利能力与创新能力并驾齐驱，主营业务涵盖药品研发、制造、流通销售以及原料、辅料、制剂等全产业链条，可生产产品囊括注射液、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种剂型以及部分原料药，覆盖心脑血管、消化系统、抗感染、内分泌、抗肿瘤及生殖健康等 12 个用药领域。公司控股的 21 家子公司业务全面布局新药研发、医药制剂、医药原料、流通销售以及国际贸易。公司近五年营业收入及归母净利润持续增长，其中，医药制造成为主要盈利增长点；毛利率和净利率保持持续增长态势。

● 上市产品多领域覆盖，三大主要产品放量势头强劲

公司目前批准上市的产品有 266 个，覆盖心脑血管、消化系统、抗感染、内分泌、抗肿瘤以及生殖健康等 12 个用药领域。（1）银杏叶提取物注射液主要用于脑部、周围血液循环障碍的治疗，是唯一获得国产化学药品批文的银杏叶提取物注射液，近五年来销售额持续增长，并贡献公司主要销售增长。

（2）悦康活心丸在稳定型心绞痛、陈旧性心肌梗死、缺血性心肌病方面的疗效显著，被列入 2018 年国家基药品种、2019 年国家医疗甲类的独家浓缩丸剂型品种；对比国内已获批上市的类似适应症产品主要来源于国外，活心丸在中成药市场中具有优势，近三年其销量和销售收入成持续快速增长。（3）枸橼酸爱地那非片是我国首个 1.1 类抗 ED 领域的国产专利新药，用于治疗男性勃起功能障碍。其具有全新化学结构，将为患者提供新的治疗选择，作为近期上市新药，有望成为新的盈利增长点。

● 研发实力雄厚，管线丰富，重点在研药市场前景广阔

公司具备缓控释制剂技术平台、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注射剂精细化制备技术平台，并集中资源打造核酸药物研发技术平台；专业团队助推研发管线进一步拓展。重点布局创新药，目前有重点产品 14 项，其中化药 1 类（包含抗新冠多肽药物）、中药 1 类共 7 个项目、小核酸和 mRNA 研发管线 7 项。反义核酸药物注射用 CT102、抗新冠多肽和中药一类新药注射用羟基红花黄色素 A 作为重点在研药物，分别在抑制肿瘤生长、新冠肺炎的预防与治疗及中风病·中经络·血瘀阻络证领域初具研究成果。其所针对的疾病国内患者众多，市场前景广阔。

● 股权激励方案调动积极性，提升公司创新力

公司公布了 2021 年限制性股票激励计划草案，计划向激励对象授予 1300 万股限制性股票，约占激励计划草案公告时公司股本总额 4.5 亿股的 2.89%。其中首次授予 1051.90 万股，约占激励计划草案公告时公司股本总额的 2.34%。限制性股票的授予价格（含预留授予）为 10.97 元/股。考

核目标包括 2022、2023、2024 年度的业绩考核目标和创新药考核目标。业绩考核目标以 2021 年净利润（股权激励“净利润”指标以经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润，且剔除本次及其它激励计划股份支付费用影响的数值为计算依据，下同）为基数，首次授予的第一个归属期 2022 年净利润增长率不低于 30%，第二个归属期 2023 年不低于 69%，第三个归属期 2024 年不低于 119%。创新药考核目标中，2022 年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；2023 年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；2024 年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。现有商业化产品和渠道为股权激励的实现提供了强有力的保障。

● 投资建议：

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 49.65 亿元、63.04 亿元、82.29 亿元，分别同比增长 14.42%、26.98%、30.54%，归母净利润分别为 5.63 亿元、7.37 亿元、9.86 亿元，同比增长 27.36%、30.81%、33.87%，对应的 PE 为 19.76X/15.11X/11.29X，我们看好公司现有心脑血管、消化系统、抗感染、内分泌、抗肿瘤以及生殖健康等多个用药领域的产品及公司多年积累下来的渠道力量。同时也看好公司现有科研平台及后续核酸药物肿瘤药物等管线的延展性。公司创新药的逐步兑现将带来估值进一步提高。我们首次覆盖，给予公司“买入”的评级。

● 风险提示：

行业政策风险；产品研发风险；药品销售不确定性等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4339	4965	6304	8229
收入同比（%）	1.2%	14.43%	26.97%	30.54%
归属母公司净利润	442	563	737	986
净利润同比（%）	54.89%	27.36%	30.81%	33.87%
毛利率（%）	66.0%	68.6%	70.5%	72.9%
ROE（%）	12.3%	13.6%	15.1%	16.8%
基本每股收益（元）	1.23	1.25	1.64	2.19
P/E	19.81	19.76	15.11	11.29
P/B	3.06	2.69	2.28	1.90
EV/EBITDA	13.07	11.11	8.72	6.50

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 业务涵盖全面，研发实力雄厚.....	5
1.1 股权结构稳定，核心管理层阅历丰富	5
1.2 业绩持续增长，医药制造助推盈利	7
2 公司核心产品销量快速增长，新药上市有望成为利润新增长点	9
2.1 公司上市产品系列丰富	9
2.2 三大主要产品具备可靠疗效和良好的竞争格局	11
3 公司研发优势明显，三大重点在研新药持续推进	18
3.1 研发管线丰富	18
3.2 研发技术平台完善、研发团队综合实力强劲	19
3.3 三大重点在研药品	20
4 施行股权激励，促进公司创新发展	24
5 盈利预测与估值对比	26
5.1 公司业绩拆分	26
5.2 估值对比	28
5.3 投资建议	28
风险提示	30
财务报表与盈利预测	31

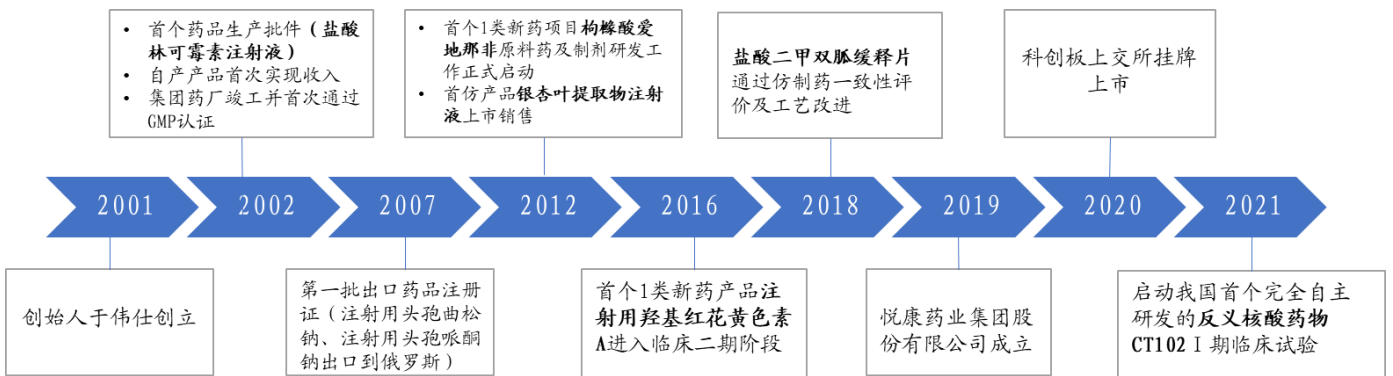
图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构	6
图表 3 公司核心管理层	6
图表 4 公司营业收入及增长率趋势	8
图表 5 公司归母净利润及增长率	8
图表 6 2020 年各领域拆分情况	8
图表 7 公司毛利率和营业净利率	9
图表 8 公司期间费用率	9
图表 9 公司主要上市产品	9
图表 10 银杏叶提取物注射液商品图	11
图表 11 银杏物提取物注射液有效成分	12
图表 12 活心丸商品图	12
图表 13 活心丸成分及作用	13
图表 14 枸橼酸爱地那非化学结构式	13
图表 15 枸橼酸爱地那非相关临床试验	14
图表 16 治疗勃起功能障碍的药物 (中国)	16
图表 17 主要在研管线情况	18
图表 18 公司研发技术平台	19
图表 19 近五年研发费用情况	20
图表 20 肝癌人数及预测	21
图表 21 阿帕替尼、索拉非尼、贝伐珠单抗比较	21
图表 22 2020 年中国胰腺癌新增患者占比	22
图表 23 不可切除胰腺癌治疗方式	23
图表 24 氟尿嘧啶、吉西他滨比较	23
图表 25 阿司匹林+双嘧达莫、阿替普酶、氯吡格雷比较	24
图表 26 限制性股票分配对象	25
图表 27 股权激励计划考核目标	26
图表 28 公司各模块收入预测	27
图表 29 可比公司估值情况	28

1 业务涵盖全面，研发实力雄厚

公司立足于高端化学药的研发、生产与销售，是一家基础雄厚的具备 Biotech 生长因子的 BIG Pharma 公司。公司由创始人于伟壮先生于 2001 年创立。2002 年，公司首个药品盐酸林可霉素注射液获得药品生产批件。2012 年首个 1 类新药项目枸橼酸爱地那非原料药及制剂研发工作正式启动，首仿产品银杏叶提取物注射液上市销售。2016 年首个 1 类新药产品注射用羧基红花黄色素 A 进入临床二期阶段。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。2020 年公司在科创板上交所挂牌上市。2021 年公司启动我国首个完全自主研发的反义核酸药物 CT102 I 期临床试验。公司以“产业、产能、产业链”为核心全面发展，主营业务涵盖药品研发、制造、流通销售全产业链条，具备注射液、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种剂型以及部分原料药的生产能力，产品覆盖心脑血管、消化系统、抗感染、内分泌、抗肿瘤以及生殖健康等 12 个用药领域。

图表 1 公司发展历程



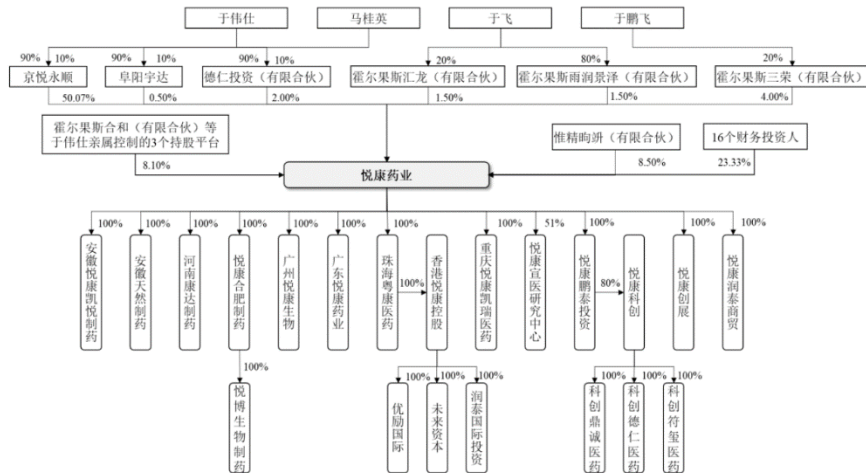
资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.1 股权结构稳定，核心管理层阅历丰富

公司股权结构稳定，控股股东为京悦永顺，其中公司董事长于伟仕持股京悦永顺 90%。实际控制人于伟仕、马桂英、于飞及于鹏飞通过持股的京悦永顺、阜阳宇达、德仁投资（有限合伙）控制悦康药业 54.87% 之股权。

公司共有 21 家控股子公司，业务布局全面，涉及新药研发、医药制剂、医药原料、流通销售以及国际贸易。悦康科创主要负责新药研发；悦康药业、广州悦康生物以及悦康合肥制药主要负责医药制剂，安徽天然制药、河南康达制药和安徽悦康凯悦制药主要负责医药原料；广东悦康药业、珠海悦康医药和重庆悦康凯悦制药主要负责流通销售；悦康润泰商贸主要负责国际贸易。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，公司官网，华安证券研究所

图表 3 公司核心管理层

姓名	职位	履历
于伟仕	董事长，兼任广东悦康药业执行董事、广州悦康生物制药执行董事	于伟仕先生，大专学历，中国医药保健品进出口商会副会长、中国医药企业管理协会副会长、北京医药行业协会资深副会长、中国医药卫生文化协会常务理事、中国老年学和老年医学学会常务理事。2001 年至今，担任悦康药业董事长；兼任广东悦康药业执行董事、广州悦康生物制药执行董事等职务。
于飞	董事、总经理	于飞先生，本科学历金融学专业，中国农工民主党中央青年工作委员会副主任、北京市大兴区人民代表大会代表、中国中药协会药物经济专业委员会委员，作为主要完成人获得国家科技进步二等奖，江苏省科技进步一等奖。曾就职于辉瑞制药有限公司，2012 年起历任悦康药业董事长助理、营销中心负责人等职务，2019 年 5 月起任公司董事、总经理。
于鹏飞	董事	于鹏飞先生，硕士毕业于约翰霍普金斯大学，硕士研究生学历金融学专业。2019 年加入公司任董事长助理，2019 年 5 月起任公司董事。
关志宽	董事	关志宽先生，硕士毕业于美国沃顿商学院，获得工商管理硕士学位。曾就职于 KPMG 毕马威华振会计师事务所、IBM 美国商用机器、渣打银行、太盟投资集团等公司。现任宁波梅山保税港区惟精融禧投资管理有限公司执行董事等职务。2018 年 1 月起任公司董事。
张将	董事、副总经理	张将先生，本科学历，药学及工商管理双学士学位。2003 年 7 月加入悦康药业，历任化验室主管、质量部经理、厂长等职务。2019 年 5 月起任公司董事、副总经理。张将先生主持建设国内领先水平的集团四期数字化生产线，应用 MES 系统对生产进行信息化管理，对公司的生产质量系统进行全方位升级。张将先生主持并安排各部门开展清洁生产和节能减排技术改造工作，公司于 2018 年获得工业和信息化部颁发的“全国绿色制造体系建设示范单位-绿色工厂”。
张启波	董事	张启波先生，本科学历工商管理专业。2005 年 7 月加入悦康药业，历任销售部大区经理、供应部经理、采购中心总经理等职务。2019 年 5 月至今任公司董事。

于洋	监事	于洋先生，硕士研究生学历经济管理专业。2003 年加入公司，历任仓储部经理、销售部经理等职务，现任营销中心副总经理。2019 年 5 月至今担任公司监事。
王莉莉	职工监事	王莉莉女士，本科学历工商管理专业。2004 年加入公司，历任人力资源部经理等职务，现任人力资源中心总经理。2019 年 5 月至今担任公司监事。
宋更申	副总经理，兼任悦康 科创董事、经理	宋更申先生，药理学博士研究生学历。获评“河北省三三三人才”、“河北省科学技术奖励评审专家”、“河北省 GMP 检查员”、“河北省实验室资质认定评审员”。获得河北省科技进步二等奖一项、三等奖一项，获河北省科学技术成果证书 8 项。在国内外期刊发表论文 70 余篇，其中 SCI 论文 6 篇，取得授权专利 2 项。完成《中国药典》和国家药品标准提高项目 19 个品种的标准起草工作；完成多个品种的国家评价性抽验工作和仿制药一致性评价工作。入职公司以来，主持构建了完整的研发体系，搭建了一系列创新研发平台，组织解决关键技术难题，建立具有市场竞争力的研发管线。2016 年 5 月加入公司，任研发部主管，2019 年 5 月至今任副总经理兼任悦康科创董事、经理。曾任河北省药品检验研究院主任。
张伟	副总经理	张伟先生，硕士研究生学历。曾担任经济日报编辑部主任，2020 年起加入悦康药业，负责公司品牌建设、公共事务等工作，2021 年 11 月至今担任公司副总经理。
许楠	董事会秘书	许楠女士，硕士研究生学历。曾就任长江证券股份有限公司、海尔生物医疗股份有限公司、斯微（上海）生物科技股份有限公司等公司，2021 年 11 月加入悦康药业担任董事会秘书，负责战略发展、资本运作、证券事务等工作
刘燕	财务总监	刘燕女士，硕士研究生学历金融学专业。曾就职于丽珠医药集团股份有限公司、北京康辰药业股份有限公司、北京海吉星医疗科技有限公司等公司，2017 年至今任公司财务总监。
杨磊	研发中心副总经理	杨磊先生，本科学历中药学专业，正高级工程师。曾就职于河南恒辉生物医药有限公司、北京正光伟业生物化学研究所。2009 年 2 月加入公司，现任公司研发中心副总经理。杨磊先生，主导建立了以企业为主导的全方位创新体系，提高企业技术创新及项目管理水平；负责药物研发注册申报工作，协助公司取得 10 多个产品的注册批件并实现产业化；主持申请并协助公司承担 10 余项国家及北京市课题及项目。
李玉生	安徽天然制药副总经 理	李玉生先生，本科学历高分子专业，安徽省技术领军人才。2011 年加入公司任安徽天然制药副总经理，兼任安徽省药包材辅料协会副会长。曾就职于连云港制碘厂、连云港恒阳药业有限公司等公司。李玉生先生主持研制的丙烯酸乙酯-甲基丙烯酸甲酯共聚物水分散体、季铵基甲基丙烯酸酯共聚物 A 型水分散体、季铵基甲基丙烯酸酯共聚物 B 型水分散体悦康药业集团股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书（注册稿）1-1-108 体等三种水分散体辅料为国内首仿产品。

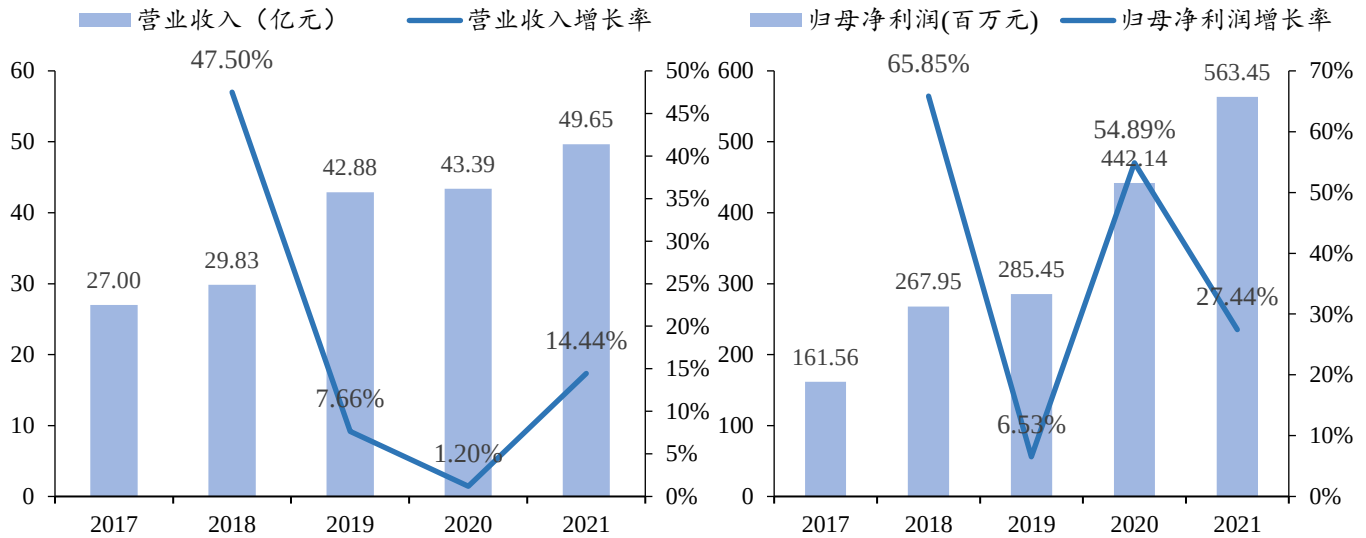
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.2 业绩持续增长，医药制造助推盈利

近期营业收入和归母净利润呈增长态势。2021 年营业收入持续增长至 49.65 亿元，同比增长 14.44%。归母净利润 5.63 亿，同比增长 27.44%。利润增长较快主要是由于毛利率相对较高的银杏叶提取物注射液销量大幅增长以及公司通过原料、制剂一体化实现成本下降所致。2020 年医药制造贡献销售收入 35.66 亿元。核心领域心脑血管、抗感染以及消化系统类分别贡献 21.68 亿元、11.81 亿元和 4.94 亿元。其中心脑血管、糖尿病类领域收入分别同比增长 39.20%、41.33%，主要是随着产品市场打开，公司银杏叶提取物注射液、活心丸及二甲双胍缓释片销量持续上升。

图表 4 公司营业收入及增长率趋势

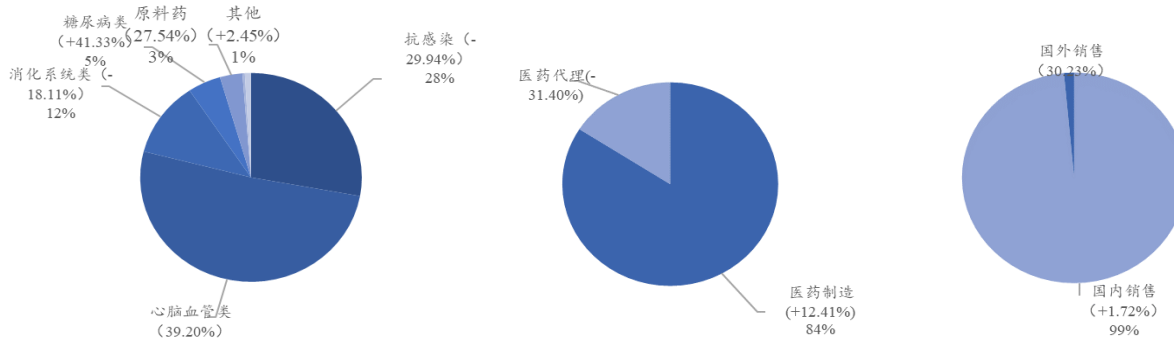
图表 5 公司归母净利润及增长率



资料来源: Wind 数据库, 公司 2021 年度业绩快报, 华安证券研究所

医药制造创造更多收入, 心脑血管、抗感染以及消化系统类三大领域成为盈利支撑点。2020 年医药制造贡献销售收入 35.66 亿元。核心领域心脑血管、抗感染以及消化系统类分别贡献 21.68 亿元、11.81 亿元和 4.94 亿元。其中心脑血管、糖尿病类领域收入分别同比增长 39.20%、41.33%, 主要是随着产品市场打开, 公司银杏叶提取物注射液、活心丸及二甲双胍缓释片销量持续上升。

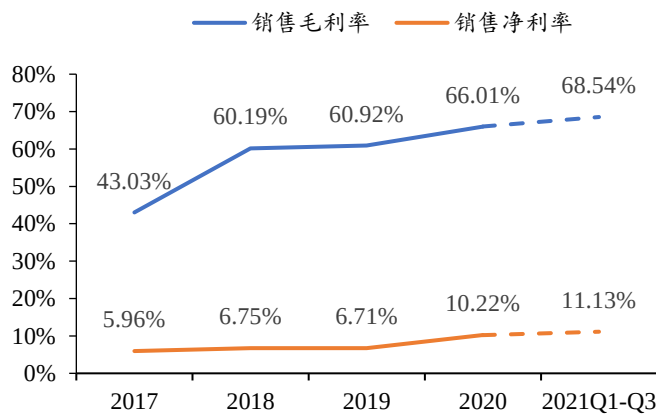
图表 6 2020 年各领域拆分情况



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

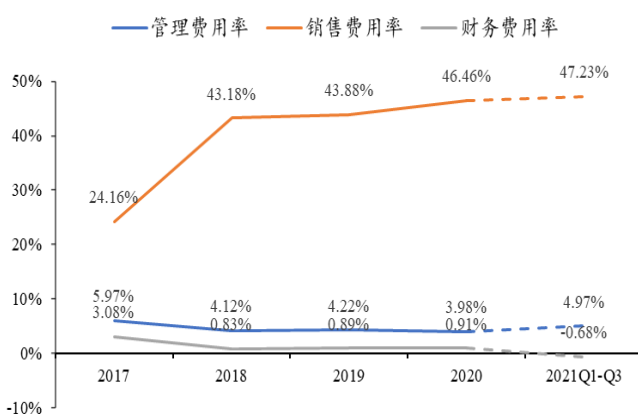
毛利率和净利率保持增长态势, 销售、管理费用率由于市场推广有所上升。2021 年前三季度毛利率达 68.54%, 销售净利率为 11.13%。期间公司不断加大推广力度, 市场推广费以及广告宣传费导致销售费用率保持增长态势, 管理费用率上升至 4.97%。同时, 由于公司通过现金管理获得利息收入并且所偿还的利息减少, 财务费用率为负值。

图表 7 公司毛利率和营业净利率



资料来源: Wind 数据库, 公司三季报, 华安证券研究所

图表 8 公司期间费用率



资料来源: Wind 数据库, 公司三季报, 华安证券研究所

2 公司核心产品销量快速增长, 新药上市有望成为利润新增长点

2.1 公司上市产品系列丰富

公司目前拥有上市批准产品数 248 个, 覆盖心脑血管、消化系统、抗感染、内分泌、抗肿瘤以及生殖健康等 12 个用药领域。主要产品在心脑血管、消化用药领域处于领先地位, 并在抗感染、糖尿病等用药领域具有较强的综合竞争能力。中成药以心血管药物为主, 且覆盖清热解毒类、口腔类、消化系统类、生殖健康类等领域。心血管类的银杏叶提取物注射液为公司最重要的产品, 奥美拉唑肠溶胶囊、盐酸二甲双胍缓释片、天麻素注射液、活心丸等产品为公司其他主要产品。银杏叶提取物注射液和注射用头孢呋辛钠在 2021 年市场份额均处于第一位, 天麻素注射液处于第 2 位。同时, 公司新上市的枸橼酸爱地那非片前景广阔, 有望成为公司下一个快速增长的产品。

图表 9 公司主要上市产品

序号	领域	药品名称	批准文号	功能主治	产品特点	医保目录
1	心脑血管	银杏叶提取物注射液	国药准字 H20070226	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: 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、手脚麻痹冰冷、四肢酸痛。	1. 唯一获得国产化学药品批文的银杏叶提取物注射液 2. 一致性评价工作于 2020 年 5 月启动立项	医保乙类
2	消化系统	奥美拉唑肠溶胶囊	国药准字 H20056577	适用于胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡、反流性食管炎和卓-艾综合征(胃泌素瘤)。	1. 已通过一致性评价 2. 应用技术	医保甲类

					获国家科技进步二等奖 欧盟 GMP 认证产品	
3	中枢神经系统用药	天麻素注射液	国药准字 H20058138	用于 神经衰弱 、神衰综合征及脑外伤性综合征；用于 眩晕症 ：美尼尔氏病、药性眩晕、外伤性眩晕、突发性耳聋、前庭神经元炎、椎基底动脉供血不足等；用于 神经痛 ：三叉神经痛、坐骨神经痛、枕骨大神经痛等；用于 头痛 ：血管性头痛、偏头痛、神经衰弱及神衰综合征等。	1.一致性评价工作处于启动立项阶段 2.被4个省市自治区纳入省级地区的重点监控药物目录	医保乙类
4	心脑血管	注射用硝普钠	国药准字 H20058959	用于 高血压急症 ，如高血压危象、高血压脑病、恶性高血压、嗜铬细胞瘤手术前后阵发性高血压等的紧急降压，也可用于外科麻醉期间进行控制性降压。用于 急性心力衰竭 ，包括急性肺水肿。亦用于急性心肌梗死或瓣膜(二尖瓣或主动脉瓣)关闭不全时的急性心力衰竭。	—	医保甲类
5	心脑血管	活心丸	国药准字 Z44021835	益气活血，温经通脉。主治胸痹，心痛，用于 冠心病、心绞痛 。	由陈可冀、张伯礼院士主持临床上市后评价研究，成果丰富	医保甲类
6	消化系统	注射用奥美拉唑钠	国药准字 H20059354	作为当口服疗法不适用时下列病症的替代疗法： 十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎及 Zollinger-Ellison 综合征 。	1.该药品一致性评价已于2019年12月申报CDE，处于申报上市审评阶段 2.欧盟 GMP 认证产品	—
7	内分泌	盐酸二甲双胍缓释片	国药准字 H20051289	用于单纯饮食控制不满意的 II型糖尿病 病人，尤其是肥胖和伴高胰岛素血症者，用本药不但有降血糖作用，还可能减轻体重和高胰岛素血症的效果。对某些 磺酰脲类疗效差 的患者可奏效，如与磺酰脲类、小肠糖苷酶抑制剂或噻唑烷二酮类降糖药合用，较分别单用的效果更好。亦可用于 胰岛素治疗 的患者，以减少胰岛素用量。	1.已通过仿制药一致性评价 2.中标第三批国家药品集采，中标价格为0.128元/片（不含税价格0.113元/片），采购周	医保乙类

					期 3 年	
8	心脑血管	注射用奥扎格雷钠	国药准字 H20044704	本品为 血栓素合成酶抑制剂 ，用于治疗急性血栓性脑梗塞和脑梗塞所伴随的运动障碍。 (1)用于改善各类 慢性肝炎 的肝功能；(2)用于脂肪肝、酒精肝、药物性肝损伤的治疗及重金属的解毒。(3)可 降低放化疗的毒副作用 ，并可预防化疗所致的外周白细胞减少和二次肿瘤的发生。(4)对 老年性早期白内障和玻璃体浑浊 有显著的治疗作用。	—	医保乙类
9	保肝药	注射用硫普罗宁	国药准字 H20067306	用于硬膜外阻滞、蛛网膜下腔阻滞、神经传导阻滞、黏膜表面麻醉。	—	医保乙类
10	局麻药	注射用盐酸丁卡因	国药准字 H20093124	勃起功能障碍（ED）	—	医保甲类
11		枸橼酸爱地那非片	国药准字 H20210051		—	—

资料来源：公司年报，药智网，华安证券研究所

2.2 三大主要产品具备可靠疗效和良好的竞争格局

银杏叶提取物注射液：主要用于治疗脑部、周围血液循环障碍。银杏叶提取物主要用于治疗急慢性脑功能不全及其后遗症，如脑卒中、注意力不集中、记忆力衰退、痴呆等症；还能治疗耳部血流及神经障碍，如耳鸣、眩晕、听力减退、耳迷路综合征；以及治疗眼部血流及神经障碍，如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、慢性青光眼等症状。该产品耐受性好，疗效可靠。

图表 10 银杏叶提取物注射液商品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

银杏叶提取物作用机制。银杏叶提取物注射液是由银杏树干燥叶中提取的活性物质制备的注射用制剂，主要有效成分为银杏黄酮类化合物和银杏内酯类化合物。银杏叶提取物注射液作用机制主要表现在抗氧化、清除自由基、改善凝血功能、改善血流动力学、抗炎、

改善心肌及脑缺血再灌注损伤等方面的作用。动物实验表明,银杏叶提取物注射液能够明显减少大鼠体内脂质过氧化产生的 NAPDH-Fe^{3+} 离子,同时显著提高大鼠体内超氧化物歧化酶(SOD)活性,拮抗自由基作用,抑制脂质过氧化表现;还可以显著抑制血栓形成、减缓血栓导致的凝血瀑布现象,持续给药可促进血栓部位血管修复;此外,银杏叶提取物注射液还可在一定程度上抑制脂多糖对胶质细胞的刺激,减少肿瘤坏死因子和白介素-1b的产生,降低炎症因子活性水平。

图表 11 银杏物提取物注射液有效成分

成分	作用
银杏黄酮类化合物	天然的强抗氧化剂,能够抑制细胞膜脂质发生过氧化,其作用机制主要表现为清除自由基和活性氧、螯合金属离子、保护和还原体内的抗氧化剂等
银杏内酯类化合物	血小板活化因子(PAF)受体拮抗剂,能够抗血小板聚集、抗炎。

资料来源: 中国老年医学杂志, 华安证券研究所

银杏叶提取物注射液竞争格局。国内已经获批上市的用于治疗脑部、周围血液循环障碍的药品主要以化药为主,基本来源于国外,包括 Pfizer 的阿加曲班、Regeneron Pharmaceuticals 的阿利珠单抗等;处于研发阶段的药物也基本以化药开发为主。银杏叶提取物对治疗脑部、周围血液循环障碍的效果明显,作为公司的核心产品之一,近年来受到医保范围的扩增,有望继续保持销量的增长。

悦康活心丸: 心血管病治疗的代表药物,其组方特点具有借鉴意义。悦康活心丸作为我国心血管治疗的代表性药物之一,自上市以来,因其在稳定型心绞痛、陈旧性心肌梗死、缺血性心肌病方面的显著疗效,成功被列入 2018 年国家基药品种、2019 年国家医疗甲类的独家浓缩丸剂型品种。活心丸是公司布局心脑血管领域的一主导产品,主要用于治疗胸痹、心痛,适用于冠心病、心绞痛等症。药方由十余种中药材组合而成,全方可有效的改善微循环,增加冠状脉流量,提高左室搏出量,增加心肌收缩力,从而达到抗心肌缺血,提高心功能、调节心律的作用。

图表 12 活心丸商品图



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

活心丸作用机制。活心丸由灵芝、人参、附子(黑顺片)、熊胆、珍珠、红花、蟾蜍、人工麝香、体外培育牛黄、冰片十位药材组成。药物组方的合理性使其对在稳定型心绞痛、陈旧性心肌梗死、缺血性心肌病方面的显著疗效,根据动物实验数据表明,“活心丸”对实验性急性心肌缺血及组织耐缺氧均有保护作用,同时还可可见心率减慢、血压下降的现象。药物的这些作用,一方面可以通过减慢心率,提高组织耐受缺氧的能力,延长舒张间期,增加灌注时间,减少心脏做功的负荷,降低心肌耗,增加供氧量,从而有益于缺血心肌的改善;另一方面可能和解除冠状动脉痉挛有关。

图表 13 活心丸成分及作用

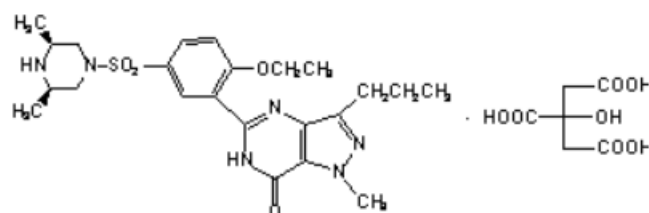
成分	作用
人参	君药, 回阳救逆、补火助阳、散寒止痛
红花	臣药, 活血通经、散瘀止痛
灵芝	臣药, 补气安神、止咳平喘
人工麝香	活血通经, 开窍醒神、消肿止痛
牛黄	佐药, 开窍醒神, 解毒止痛
蟾酥	
熊胆	
珍珠	
冰片	

资料来源: 北方药学 中国处方药 华安证券研究所

活心丸竞争格局。活心丸主治滴心绞痛、冠心病等症状。市面上有很多治疗心绞痛、冠心病的药品, 国内已获批上市的类似适应症产品主要来源于国外, 比如阿司匹林、雷诺嗪、阿利西尤单抗等。其中永宁药业的红花黄色素为中药产品, 主要原料来自中草药红花, 部分作用与活血丸相似。而活血丸由多种中药组合而成功效更加全面、可以对缺血心肌进行改善, 功效温和。因此, 活血丸在中成药市场中仍具备良好的竞争力。

枸橼酸爱地那非片: 我国首个 1.1 类抗 ED 领域的国产专利新药。枸橼酸爱地那非片于 2021 年 12 月 29 日在国内上市。该产品用于治疗男性勃起功能障碍。ED 的首选治疗方案是口服 5 型磷酸二酯酶抑制剂 (PDE-5 抑制剂)。在此之前, 国内已经上市的 PDE-5 抑制剂均为国外研发产品和仿制药产品, 悦康药业集团的爱力士®枸橼酸爱地那非片是国内自主研发的、具有全新化学结构的 1.1 类新药, 同时也是近年来抗 ED 领域的首个国产专利新药, 具有划时代的意义。该产品近期上市, 有望成为销售额新增长点。

图表 14 枸橼酸爱地那非化学结构式



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

枸橼酸爱地那非片作用机制。枸橼酸爱地那非通过抑制磷酸二酯酶 5（PDE5）水解 cGMP 发挥作用，对 PDE3、PDE6、PDE11 也有较弱的抑制作用。在性刺激时，阴茎海绵体血管内皮细胞一氧化氮合成酶（NOS）催化 L-精氨酸合成一氧化氮（NO），后者激活鸟苷酸环化酶使环磷酸鸟苷（cGMP）合成增加，继而引起阴茎海绵体平滑肌和阴茎小动脉平滑肌的松弛，血液注入阴茎海绵窦，使阴茎勃起。本品可在 NO 存在时舒张海绵体平滑肌，对于勃起指数和海绵体腔内压有改善作用。

图表 20 枸橼酸爱地那非片成分及其作用

成分	疗效	作用机制
枸橼酸爱地那非	治疗男性勃起功能障碍	通过抑制磷酸二酯酶 5（PDE5）水解 cGMP 发挥作用，对 PDE3、PDE6、PDE11 也有较弱的抑制作用。在性刺激时，阴茎海绵体血管内皮细胞一氧化氮合成酶（NOS）催化 L-精氨酸合成一氧化氮（NO），后者激活鸟苷酸环化酶使环磷酸鸟苷（cGMP）合成增加，使阴茎勃起。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

爱地那非片关键临床试验解读。大量临床试验证实爱地那非对男性勃起功能障碍治疗的有效性和安全性，平均而言，60mg 为最佳摄入量。

图表 15 枸橼酸爱地那非相关临床试验

临床试验名称	发表期刊	研究方法	研究结论
Efficacy and safety of aildenafil citrate in Chinese men with erectile dysfunction: a multicenter, randomized, double-blind, placebo-controlled crossover trial	Translational Andrology and Urology	A multicenter, randomized, double-blind, placebo-controlled, double-cycle crossover trial was conducted in three medical centers. Male patients with mild to moderate ED were randomized into two groups and received either aildenafil citrate or placebos, followed by a crossover administration after a 7-day washout. The primary outcome was the duration of penile rigidity over 60% measured by RigiScan® Plus. Main secondary outcomes were the duration of penile rigidity over 80% and erectile hardness score (EHS).	These results suggested that aildenafil citrate was efficient and well-tolerated in the treatment of Chinese men with mild to moderate ED.
Aildenafil citrate: a new potent and highly selective phosphodiesterase type 5 inhibitor for the treatment of erectile dysfunction	Randomized Controlled Trial	Integrated analyses were made of 8-week, randomized, double-blind, placebo-controlled phase 2 clinical trials involving 250 men with mild-to-severe erectile dysfunction of various etiologies who received aildenafil citrate 30 or 60 mg (n = 167) or placebo (n = 83).	The aildenafil citrate therapy significantly ameliorated erectile function and was well tolerated by a wide range of patients with erectile dysfunction.
Clinical efficacy of sildenafil citrate based on etiology and response to prior treatment	Clinical Trial	All patients treated with sildenafil citrate within the first 6 weeks of its release were evaluated with a self-administered questionnaire before and at completion of therapy to assess etiology of erectile	Sildenafil citrate is a highly effective oral agent for the treatment of erectile dysfunction in clinical

		dysfunction, level of sexual function, libido, response to previous therapies, response to therapy with sildenafil citrate and quality of life. Sexual function was measured before and during therapy using an abbreviated version of the International Index of Erectile Function, with a successful outcome defined as a level of satisfaction of 4 or 5 on a 5-point scale.	practice. The best predictors for response to sildenafil citrate therapy are baseline sexual function and etiology of erectile dysfunction.
枸橼酸爱地那非治疗勃起功能障碍的 疗效和安全性观察	山东医药	32 例 ED 患者, 其中 24 例予枸橼酸爱地那非 60 mg 121 服(观察组), 8 例仅予安慰剂(对照组)。采用国际勃起功能指数表(IIEF-5)量表评价治疗效果, 同时记录观察患者自签署知情同意书开始至最后一次随访之间, 所发生的任何与治疗目的无关的事件。	本研究表明, 观察组用枸橼酸爱地那非 60 mg 治疗后勃起功能评分得分明显大于安慰剂组, 治疗组服药前后比较有极显著差异, 说明枸橼酸爱地那非 60 mg 治疗 ED 有效。
健康男性多次口服爱地那非片的药代动力学和安全性	中国临床药理学杂志	27 名受试者随机分为 30、45 和 60 mg 3 个剂量组, 每组 9 人, 试验期间严密观察临床症状体征和不良事件, 用 LC—MS / MS 测定多次服药后血浆中的药物浓度, 并计算药代动力学参数。	连续 3 天, 每天 1 次, 口服枸橼酸爱地那非 30 ~ 60 mg 对健康受试者是安全的, 爱地那非在体内无明显蓄积; 在 30、45 mg 时, C_{max} 和 AUC_{0-1} 与剂量成比例增加; 而在 60 mg 时, 呈非线性药代动力学特征。
健康男性空腹和进食后口服爱地那非片的单次药动力学研究+	中国新药杂志	20 例健康男性志愿者入选本试验, 随机均分为两组, 一组参加 30 mg 和 90 mg 剂量组的药动力学试验, 另一组参加 60 mg 剂量组空腹和餐后的药动力学试验。每次给药前(0 h)和给药后 2, 24 h 进行 12-导心电图(ECG)检查并测量心率, 血压, 体温, 呼吸频率; 每次给药后 1 h 进行进行眼底镜、色觉辨别和视觉敏感度检查。末次给药后 72 h 进行全面的随访体检。	本试验显示, 枸橼酸爱地那非片容易吸收, T_{max} 约为 2 h。受试者单次空腹服用 30, 60, 90 mg 枸橼酸爱地那非片时, C_{max} 和 AUC_{0-1} 和 $AUC_{0-∞}$ 的随剂量增加的倍数超过剂量增加的倍数, 同时, 本试验中不良事件的发生率也随剂量增加而增加, 因此在以后临床用药调整剂量时应特别注意。
枸橼酸爱地那非治疗勃起功能障碍的安全性和有效性研究	中华男科学杂志	采用多中心、随机、双盲、安慰剂对照研究法, 在国内 5 家医院对口服枸橼酸爱地那非 30 mg、60 mg 和安慰剂的 250 例 ED 患者进行临床观察。	结果表明, 枸橼酸爱地那非 30 mg 和 60 mg 两剂量组治疗各种病因的 ED, 终点时勃起功能评分得分、插入阴道和完成性生活比值的幅度明显大于安慰剂组, 随着剂量的增加, 疗效也明显提高。

枸橼酸爱地那非治疗勃起功能障碍的药理学、安全性和有效性研究

中国药房

按照相关标准入选 180 例男性勃起功能障碍患者，按照随机数字方法分成 3 组，每组 60 例，分别给予枸橼酸爱地那非 30 mg 口服治疗、枸橼酸爱地那非 60 mg 口服治疗和安慰剂。治疗后，比较 3 组患者的相关指标。

服药 4 周后，枸橼酸爱地那非 30 mg 组和 60 mg 组患者的 LIEF-EF 评分、SEP-Q2 和 SEP-Q3 情况与同组服药前相比较差异具有统计学意义 ($P < 0.05$)，3 组患者不良反应情况差异均无统计学意义 ($P > 0.05$)。结论：枸橼酸爱地那非 60 mg 较 30 mg 治疗勃起功能障碍的临床效果更好。

资料来源：PubMed，CNKI，华安证券研究所

枸橼酸爱地那非片竞争格局。目前中国共有 51 款治疗勃起功能障碍的药物，其中有 14 种已经批准上市，如阿伐那非、阿扑吗啡、伐地那非等；这些产品**基本为化药**，其靶点主要是 PDE5、dopamine receptor、PGE1。其中爱地那非为首款国产的治疗勃起功能障碍的药物。枸橼酸爱地那非片的到来，将为患者提供新的治疗选择，很有可能打破目前国内相关产品的销售布局。

图表 16 治疗勃起功能障碍的药物（中国）

药品名称	靶点及作用机制	研发机构	适应症
爱地那非	PDE5	万年春生物；悦康药业	勃起功能障碍
阿伐那非	PDE5	Tanabe Seiyaku (Mitsubishi Tanabe Pharma) ； Menarini； VIVUS	勃起功能障碍
阿扑吗啡	dopamine receptor	Britannia Pharmaceuticals； Mylan (Viatris) ； Kyowa Kirin	帕金森病；勃起功能障碍
伐地那非	PDE5	Bayer； GlaxoSmithKline	肺高压；勃起功能障碍
西地那非	PDE5	Pfizer	淋巴管瘤；左心衰竭合并肺高压；特发性肺纤维化；心力衰竭；高原肺水肿；高原缺氧相关肺高压；间歇性跛行；年龄相关性黄斑变性；左旋多巴诱导运动障碍；先兆子痫/子痫；镰状细胞病；化疗引起的心脏毒性；宫内发育迟缓；脑血管痉挛；原发性痛经；镰状细胞病相关肺高压；艾生曼格综合征；瓣膜性心脏病相关肺高压；勃起功能障碍；羊水过少；肺动脉高压；输尿管支架管置入术；良性前列腺增生；系统性硬化症相关手指溃疡

前列地尔	PGE1	Pfizer	周围动脉闭塞性疾病；血栓(抗凝或抗血小板)；先天性心脏病；勃起功能障碍；肝炎；干性年龄相关性黄斑变性
优地那非	PDE5	Dong-A Pharma; Mezzion Pharma	慢性阻塞性肺病相关肺高压；雷诺综合征；单心室；勃起功能障碍；肺动脉高压；阿尔茨海默病；良性前列腺增生
米罗那非	PDE5	SK Holdings	勃起功能障碍
CavesStem	NA	Creative Medical Technology Holdings	勃起功能障碍
Wafesil	NA	iX Biopharma	勃起功能障碍
肾宝	NA	NA	勃起功能障碍；射精功能障碍
麒麟丸	NA	NA	勃起功能障碍；射精功能障碍
碳酸洛地那非	PDE5	Cristália	勃起功能障碍

资料来源：医药魔方，华安证券研究所

枸橼酸爱地那非片的病种规模

根据专家指出，ED 是男性最常见的性功能障碍之一，是一种影响身心健康的慢性疾病之一，会影响男性的整体健康，自尊和人际关系。《中国男科学杂志》数据显示，我国 ED 总体的发病率高达 26.91%；根据人口普查数据，我国成年男子的数量大概为 5.63 亿，预计 ED 患病的总人数高达 1.4 亿人，假设 30% 的接受药物的治疗，该领域的将达到百亿元的市场份额，市场的空间广阔，枸橼酸爱地那非片可能会成为公司业绩增长的又一增长点。

3 公司研发优势明显，三大重点在研新药持续推进

3.1 研发管线丰富

公司研发在高端品牌仿制药的基础之上重点布局创新药。公司目前研发项目 14 项，其中化药 1 类（包含抗新冠多肽药物）、中药 1 类共 7 个项目、小核酸和 mRNA 研发管线 7 项。重点产品化药 1 类枸橼酸爱地那非片（勃起功能障碍（ED））于 2021 年 12 月 29 日获批上市，中药 1 类注射用羟基红花黄色素 A 及原料药（急性缺血脑卒中）正处于 III 期临床阶段。另外，公司积极布局小核酸和 mRNA 研发管线，共有 7 个在研项目，其中最快的为化药 1 类 CT102（原发性肝细胞癌），是我国首个完全自主研发的反义核酸（ASO）药物，目前已进入 IIa 临床阶段。同时公司还在开展其他三个小核酸项目和三个 mRNA 项目，其中两个项目正在进行序列筛选；两个项目的序列基本确定并正在进行下一步的验证；两个项目已完成序列确认以及初步细胞评价和动物试验，正准备 GMP 样品生产。适应症重点是抗肿瘤、传染病、心脑血管三个适应症方向。

图表 17 主要在研管线情况

产品	适应症	产品特点	注册分类	临床前	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	申报上市	获批上市
枸橼酸爱地那非片及原料药	勃起功能障碍（ED）	III 期临床结果显示：具有 效率高、起效快、有效时间长、安全性高 等特点	化药 1 类						2021-12-29
注射用羟基红花黄色素 A 及原料药	急性缺血脑卒中	提取纯度为 97% 以上，同时采用冻干粉针制剂，解决了羟基红花黄色素 A 热不稳定性问题	中药 1 类						
硫酸氢乌莫司他胶囊及原料药	胰腺癌、乳腺癌、结直肠癌	为 uPA 抑制剂 WX-UK1 的前药，大大提高胃肠道吸收，生物利用度大幅提升，对 uPA 抑制大大增强	化药 1 类						
注射用 CT102	原发性肝癌	以人胰岛素样生长因子 1 型受体（IGF1R）基因为靶标，可从“源头”（基因水平）直接调控目标基因或蛋白的表达；是我国首个完全自主研发的反义核酸（ASO）药物，冻干剂型。相对于抗体药物，多肽药物具有成本低、制备工艺简单、更易储存和运输等特点。该多肽药物针对病毒 S 蛋白的保守序列设计，能阻断病毒与宿主细胞的融合，达到抗病毒目的	化药 1 类						
广谱冠状病毒膜融合抑制剂多肽	抗新冠		化药 1 类						

资料来源：公司年报，公司公告，华安证券研究所

3.2 研发技术平台完善、研发团队综合实力强劲

先进的研发技术平台、专业研发团队等方面构建完善的研发体系，助力在研管线持续推进和拓展。公司形成了缓控释制剂技术平台、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注射剂精细化制备技术平台等 4 大核心技术平台，以及以天龙药业为中心打造了一系列核酸药物研发技术平台。

图表 18 公司研发技术平台

技术平台	具体技术	技术应用成果	平台建设成果
缓控释制剂技术平台	膜控型缓控释制剂技术：实现了粒径为 50μm 的极小含药丸芯的制备，满足了小于 100μm 的微丸包衣要求，从而实现了极小微丸的规模化生产 骨架型缓控释技术：对缓控释制剂产品制备工艺进行优化，取代了传统处方中乙醇、乙基纤维及部分羟丙甲纤维素等辅料，提高了产品稳定性	奥美拉唑肠溶胶囊、盐酸二甲双胍缓释片等在产及在研缓控释制剂产品	奥美拉唑产业化关键技术于 2015 年获得国家科技进步二等奖
药物晶型研究技术平台	注射用缓释微球技术：具有提高难溶性药物的溶解度、提高药物的生物利用度、改善药物的稳定性、降低药物不良反应、提高药物靶向性等作用 建立了科学高效的药物分子晶型筛选、评价体系，能够准确迅速的取得药物分子的晶型信息，通过进行晶型研究，提升晶型药物质量标准，突破产业化难题	奥美拉唑肠溶胶囊、注射用头孢曲松钠等在产晶型药物产品	晶型关键技术于 2016 年获得国家科技进步二等奖
高端药用辅料研发技术平台	解决药用辅料水分散体在制备中控制丙烯酸酯单体残留量的关键技术难题	丙烯酸乙酯-甲基丙烯酸甲酯共聚物水分散体等在产高端药用辅料产品	实现国产替代，水分散体关键技术获得“重大新药创制”科技重大专项
心脑血管注射剂精细化制备技术平台	在天然药物注射剂生产过程中使用更加安全高效的超滤技术去除热原，全程填充惰性气体，建立了严格的质量控制系统，减少杂质引入，提升产品稳定性，解决了天然药物注射液主要成分结构不稳定、制剂色泽批间差异大、质量标准不易控制的行业性难题。	银杏提取物注射液、天麻素注射液等在产产品以及注射用羟基红花黄色素 A 等在新药	获得两项“重大新药创制”科技重大专项
核酸药物研发技术平台	通过与相关蛋白质表达的基因进行作用，在知道靶基因碱基序列的基础上，采用碱基互补配对原则，即可进行核酸药物的设计和开发。目前已经形成靶点发现平台、高通量筛选平台、领先的工艺开发及规模	抗肿瘤、抗病毒及降血脂等领域的新药研发。公司核酸药物 1 类新药注射用 CT102，目前正在进行 I 期临床	子公司天龙药业拥有我国首个核酸药物国家地方联合工程研究中心，是中国核酸产学研联盟骨干单位，主持参与国家 863 及“重大新药创制”科技重大专项

化制备平台、完整的分析质控平台等四大核心平台

研究

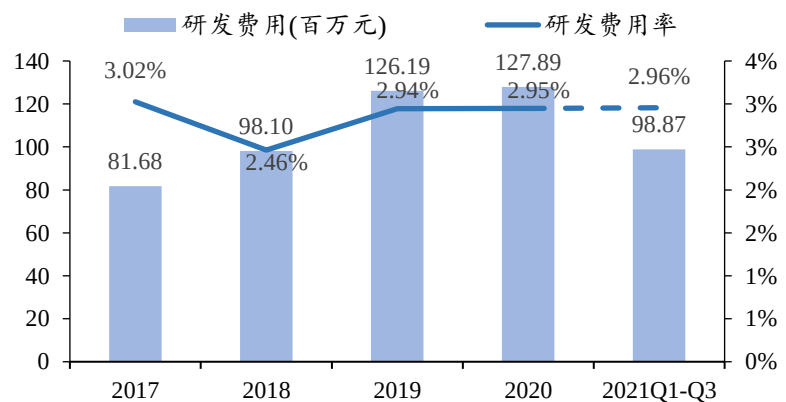
项等 8 项国家级科研项目，拥有授权发明专利等 10 余项。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司搭建专业的研发团队。截至 2020 年底，公司拥有各类技术研发人员 338 人，占员工总数的 11.62%，其中硕士以上 50 人，本科 127 人。以陈可冀、韩德民、陈孝平三位院士专家为核心的研发团队人才储备深厚、创新能力突出、研发技术掌握完备。其中核酸药物团队已达 80 多人，包含军科院、以中科大、清华等药学、生物医学、化学等学科博士，为公司研发创新提供核心竞争力。

公司始终坚持自主研发，持续加大研发投入。2020 年、2021 年 Q1-Q3 研发投入分别为 1.2 亿元 (+1.35pct)、0.99 亿元 (+22.44pct)，分别占营业收入 2.95%、2.96%。截止 2021 年 11 月，公司枸橼酸爱地那非片及原料累计研发投入 7,628.30 万元，另有注射用 CT102、注射用羟基红花黄色素 A 等研发项目的持续推进以及其它新立项研发项目促使研发投入稳步上升。其中，2021 年上半年研发投入资本化比重为 43.21%，同比增长 30.15%。2017-2020 年，公司研发费用率一直保持在 2.4% 以上，2021 年前三季度研发费用率为 2.96%，全年有望突破 3%。

图表 19 近五年研发费用情况

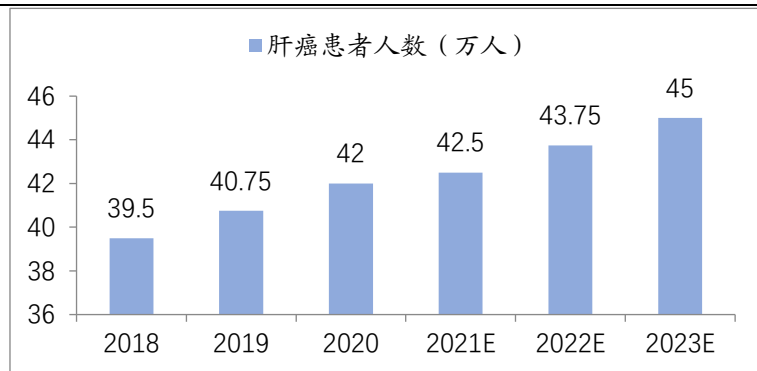


资料来源：Wind 数据库，华安证券研究所

3.3 三大重点在研药品

我国肝癌患者众多，且呈逐年上升趋势。截至 2021 年，我国约有肝癌患者 425000 人，是全球最大的肝癌药物市场之一。**注射用 CT102** 是我国首个以 IGF1R 为靶点开发的具有显著抑制肿瘤增长作用的反义核酸药物。CT102 以人胰岛素样生长因子 1 型受体 IGF1R 信使核糖核酸 (mRNA) 为靶点，通过反义作用抑制 IGF1R 的活性，从而导致肿瘤细胞的凋亡或诱导其分化，达到治疗疾病的目的。

图表 20 肝癌人数及预测



资料来源：米内网，华安证券研究所

注射用 CT102 临床试验情况。其经悦康药业全资子公司天龙药业申请于 2018 年 3 月 21 日首次批准临床，于 2021 年 3 月 4 日开启 I 期临床试验，目前已完成了 I 期临床试验。研究选择肝癌病人为受试者，目的是观察注射用 CT102 单次给药在人体的安全性和耐受性，获得 MTD、DLT 数据，并初步观察受试者相对基线肿瘤测量的变化，为制定注射用 CT102 II 期临床试验给药方案提供安全的剂量范围。一共入组 17 例，为年龄在 18 岁以上的晚期肝细胞癌患者。I 期临床试验治疗期间未发生导致药物停用或受试者退出的不良反应或 AE，未发生致命的不良反应或 AE，在最高剂量报告的限制用药剂量的毒副作用也仅为临床可控的高血压，通过服用降压药均可快速恢复至基线水平。I 期临床试验的结果表明，CT102 单次给药在人体中展现出较好的安全性和耐受性。

目前的治疗策略。《中国临床肿瘤协会（CSCO）原发性肝癌诊疗指南（2020 版）》推荐晚期 HCC 一线治疗策略为：索拉非尼，奥沙利铂为主的系统化疗，仑伐替尼，多纳非尼，阿替利珠单抗联合贝伐珠单抗。二线治疗策略为：瑞戈非尼，PD-1 单抗（纳武利尤单抗、帕博利珠单抗、卡瑞利珠单抗等），阿帕替尼。除此之外，一些治疗晚期肝细胞癌的用药，包括恒瑞医药“卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼对比索拉非尼一线治疗晚期肝细胞癌的 III 期临床试验”等正处于临床开发中。

图表 21 阿帕替尼、索拉非尼、贝伐珠单抗比较

	阿帕替尼	索拉非尼	贝伐珠单抗
生产厂家	恒瑞医药	拜耳、亚宝药业	罗氏制药、信达生物、山东博安生物等
药品名	艾坦	多吉美	博优诺、达攸同、安维汀
靶点	VEGFR-2, KIT, RET, SRC, PDGFR	FLT3, BRAF, KIT, RAF1, BRAF-V600E, VEGFR-2, VEGFR-3, PDGFRB	VEGF

获批适应症

胃食管交界处癌,肝癌,肝细胞
癌,胃腺癌

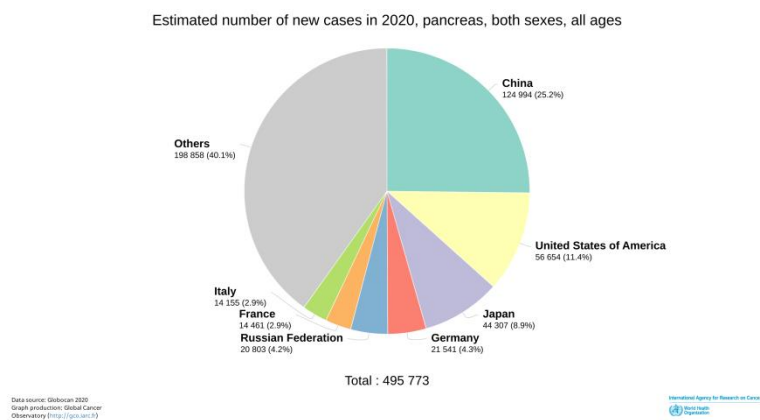
肝细胞癌,甲状腺癌,肾细胞癌

胶质母细胞瘤,肝细胞癌,非鳞状非小细胞肺
癌,非小细胞肺癌,卵巢癌,腹膜癌,输卵管癌,
结直肠癌,宫颈癌

资料来源: Insight 数据库, 华安证券研究所

我国胰腺癌患者众多, 2020 年中国胰腺癌新发病例为 12 万人, 占全球患者 25.2%。**乌莫司他**是一个新化学实体, 其机制为抑制尿激酶型纤溶酶原激活物。作为药物形态出现的硫酸氢乌莫司他, 形成的药理活性成分 WX-UK1 (丝氨酸蛋白酶抑制剂) 对人 uPA 和纤溶酶都有抑制作用, 对于 uPA 高表达的头颈部鳞癌细胞 FaDu 和宫颈癌细胞 Hela 的迁移具有显著抑制作用。

图表 22 2020 年中国胰腺癌新增患者占比



资料来源: 世界卫生组织, 华安证券研究所

硫酸氢乌莫司他胶囊临床试验。目前, 悦康药业针对胰腺癌的研究处于临床一期阶段, 计划入组 9~18 例, 目前已经入组 9 例。研究的主要目的是评价硫酸氢乌莫司他胶囊 (LH011) 联合盐酸吉西他滨 (GEM) 治疗局部晚期/转移性胰腺癌患者的耐受性、安全性, 并确定 LH011 联合 GEM 的 MTD, 为下一临床试验提供推荐剂量。次要目的是评价 LH011 及代谢产物的药代动力学特征、评价 LH011 联合 GEM 对局部晚期/转移性胰腺癌的疗效并评估 LH011 对肿瘤标志物 (CA19-9) 和 uPA 相关标志物 (如 D-二聚体) 的影响。其他权益方已在德国完成一项针对局部晚期胰腺癌的临床研究, 该研究共入组 95 例受试者, 对照吉西他滨单药治疗组, 吉西他滨联合乌莫司他将中位 OS 从 9 个月提高到了 12.5 个月; 此外, 受试者的 1 年生存率分别从对照组的 33.9%, 提高到联合用药组的 50.6%。

根据中国胰腺癌诊治指南 (2021), 不可切除胰腺癌治疗方式分为靶向治疗、化疗、免疫治疗。

图表 23 不可切除胰腺癌治疗方式

不可切除胰腺癌靶向治疗方案选择		
突变情况	用药情况	可选方案
NTRK融合基因突变	初治	首选拉罗替尼或恩曲替尼
致病性胚系 BRCA1/2 基因突变	初治	首选含铂方案，如FOLFIRINOX或吉西他滨联合顺铂方案
	铂类药物治疗后无进展≥16周	奥拉帕利维持治疗
体系BRCA1/2基因突变 或 其他同源重组修复通路异常		参考胚系突变同等处理
KRAS基因野生型		尼妥珠单抗联合吉西他滨 可延长总体生存期 *尤其合并EGFR扩增患者
EGFR基因突变		厄洛替尼联合吉西他滨
*抗血管生成靶向药物在晚期胰腺癌中使用尚缺乏证据支持		

不可切除胰腺癌化疗方案选择		
体能状态	用药情况	可选方案
体能状态好	初治	首选联合治疗方案， 如FOLFIRINOX、吉西他滨联合白蛋白结合紫杉醇 或吉西他滨联合替吉奥等
体能状况差	初治	吉西他滨或替吉奥单药方案或吉西他滨联合分子靶向治疗
体能状态较好	一线治疗后进展	纳米脂质体伊立替康联合氟尿嘧啶及甲酰四氢叶酸钙 或氟尿嘧啶联合甲酰四氢叶酸钙及奥沙利铂等
体能状态较差	一线治疗后进展	吉西他滨或替吉奥单药治疗

不可切除胰腺癌免疫治疗	
晚期胰腺癌患者均应进行MSI、MMR、TMB检测	
将免疫检查点抑制剂如PD-1单抗联合抗体用于具有MSI-H或dMMR分子特征的转移性患者	
*目前尚无证据表明使用免疫检查点抑制剂CTLA-4抗体和PD-1/PD-L1抗体可使无上述分子特征的胰腺癌患者获益。	

资料来源：中国胰腺癌诊疗指南（2021），华安证券研究所

图表 24 氟尿嘧啶、吉西他滨比较

	氟尿嘧啶	吉西他滨
生产厂家	山东齐都药业、西安海欣制药、亚宝药业、通化万通药业、兰西哈三联制药、哈尔滨三联药业、海南普利制药、天津天安药业、浙江康吉尔药业、河南省安阳市第一制药厂	海南锦瑞制药、鲁南制药、辰欣药业、翰森、奥赛康、中国生物制药、礼来制药、远大集团、罗欣药业、连云港杰瑞药业、恒瑞医药
药品名	弗米特、森汀、扶时可、福若欣	泽菲、健择等
靶点	TYMS	TYMS , CMPK1 , Pol , POLI
适应症	卵巢癌,绒毛膜癌,乳腺癌,胰腺癌,肿瘤转移,肺癌,头颈癌,葡萄胎,消化道癌,胆道癌,膀胱癌,肝癌,肿瘤,胃癌,肠癌,结肠癌,直肠癌,肺腺癌	胰腺癌,非小细胞肺癌,乳腺癌

资料来源：Insight 数据库，华安证券研究所

全球疾病负担研究数据显示,卒中是我国居民死亡的首位病因。自2010年至2019年10年间,缺血性卒中的发病率由2010年的129/10万上升至2019年的145/10万,而出血性卒中的发病率由2010年的61/10万下降至2019年的45/10万;缺血性卒中的患病率由2010年的1100/10万上升至2019年的1256/10万。羟基红花黄色素A是从红花中提取的有效单体成分,对羟基红花黄色素A提取纯度为97%以上。羟基红花黄色素A具有查尔酮苷类结构,是红花药理功效的最有效水溶性成分,抑制以NF-κB为核心的炎症通路,抑制血小板激活因子诱发的血小板聚集与释放,调控血管平滑肌细胞增殖和迁移,抑制氧化应激作用的发生发展。

注射用羟基红花黄色素A临床试验。注射用羟基红花黄色素A为中药一类新药,正在开展III期临床试验。研究目的在于评价注射用羟基红花黄色素A治疗(中风病·中经络·血瘀阻络证)的有效性和安全性。III期项目在广东省中医院为组长单位的全国50家中心进行,试验计划入组受试者1100人,目前已入组超过60%,不良事件发生率较低。

缺血性脑卒中的特异性治疗。根据国家卫生健康委发布的《中国脑卒中防治指导规范(2021年版)》,缺血性脑卒中的特异性治疗包括改善脑血液循环(静脉溶栓、血管内治疗、抗血小板、抗凝、降纤、扩容等方法)、他汀及神经保护等。其中改善脑血液循环首先推荐使用静脉溶栓:药物包括重组组织型纤溶酶原激活剂(rt-PA,阿替普酶)、尿激酶和替耐普酶。抗血小板治疗推荐使用阿司匹林或用氯吡格雷等抗血小板治疗。除前述药物外,目前国内改善脑血液循环的药物主要有丁基苯酚和人尿激肽原酶。神经保护类药物包括依达拉奉等,但疗效仍需证实。

图表 25 阿司匹林+双嘧达莫、阿替普酶、氯吡格雷比较

	阿司匹林+双嘧达莫	阿替普酶	氯吡格雷
生产厂家	普利制药、山西瑞丰制药、亚宝药业、勃林格殷格翰制药	勃林格殷格翰制药	赛诺菲制药、石药集团欧意药业、阿特维斯药
药品名	赛同、阿司潘、艾诺思等	爱通立	波立维等
靶点	PDE, COX	FGA, PAI-1, Plasmin, PLG, PLAT, uPAR	P2RY12
适应症	缺血性卒中	肺栓塞,颅内出血,缺血性卒中	不稳定性心绞痛,动脉粥样硬化,急性冠脉综合征,心肌梗死,缺血性卒中

资料来源: Insight 数据库, 华安证券研究所

4 施行股权激励, 促进公司创新发展

股权激励调动核心技术人员积极性, 提高公司的创新能力。2021年12月1日公司公布了2021年限制性股票激励计划草案, 计划向激励对象授予1300万股限制性股票, 约占激励计划草案公告时公司股本总额4.5亿股的2.89%。其中首次授予1051.90万股, 约

占激励计划草案公告时公司股本总额的 2.34%。其中首次授予的激励对象总人数为 113 人，主要包括公司的董事、高级管理人员、核心技术人员等。

图表 26 限制性股票分配对象

序号	姓名	职务	获授限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数比例	占股本总额比例
一、董事、高级管理人员、核心技术人员					
1	于飞	董事、总经理	50.00	3.85%	0.11%
2	张将	董事、副总经理、 核心技术人员	50.00	3.85%	0.11%
3	张启波	董事	50.00	3.85%	0.11%
4	于鹏飞	董事	33.50	2.58%	0.07%
5	宋更申	副总经理、核心技 术人员	50.00	3.85%	0.11%
6	张伟	副总经理	50.00	3.85%	0.11%
7	许楠	董事会秘书	50.00	3.85%	0.11%
8	刘燕	财务总监	41.00	3.15%	0.09%
9	杨磊	核心技术人员	48.00	3.69%	0.11%
10	李玉生	核心技术人员	8.00	0.62%	0.02%
小计			430.50	33.12%	0.96%
二、董事会认为需要激励的其他人员 共 103 人			621.40	47.80%	1.38%
首次授予部分合计			1051.90	80.92%	2.34%
三、预留部分			248.10	19.08%	0.55%
合计			1300.00	100.00%	2.89%

资料来源：Wind 数据库，华安证券研究所

限制性股票的授予价格（含预留授予）为 10.97 元/股。本次激励计划的考核目标包括 2022、2023、2024 年度的业绩考核目标和创新药考核目标。

图表 27 股权激励计划考核目标

归属安排	考核年度	业绩考核目标	创新药考核目标
首次授予第一个归属期	2022 年	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 30%	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	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 69%	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	以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 119%	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：Wind 数据库，华安证券研究所

5 盈利预测与估值对比

5.1 公司业绩拆分

公司的主要品种包括心脑血管类产品、抗感染类产品、消化系统类产品、糖尿病类产品、其他化学制剂、原料药、技术服务、其他业务等。其中 2020 年心脑血管领域占整个生意贡献的 49.98%，抗感染类产品占 27.23%、消化系统类产品占 11.38%、糖尿病类产品占 4.72%、其他化学制剂占 0.87%、原料药占 3.21%、技术服务占 0.35%，其他业务占 2.27%。

心脑血管领域中，银杏叶提取物注射液贡献了主要的业绩，并且由于耳鸣适应症的增加，等级医院使用限制条件的放开以及渠道不断扩容等，产品即将迎来新一轮的增长。根据现有业务，我们给予心脑血管领域 2021-2023 年 30.18%/38.25%/40.85%的增速。

抗感染类药物中，包括注射用头孢呋辛钠(明可欣)、注射用头孢呋辛钠、注射用头孢曲松钠等，由于 2020 年疫情影响，增速下降，预计随着疫情的缓解，销售会逐步回暖。我们给予 2021-2023 年-10.52%/5.01%/6.22%的增速。

消化类药物包括奥美拉唑肠溶胶囊，注射用兰索拉唑等药物，基于市场广泛的需求，我们给予 2021-2023 年 5.05%/13.56%/14.55%的增速。

糖尿病类产品主要为盐酸二甲双胍缓释片，基于该产品属于 2020 年国家集采中标产品，受益于集采市场的放量和非集采市场的正常增长，我们给予 2021-2023 年 17.15%/21.26%/21.65%的增速。

其他化学制剂中由于有新产品如爱地那非的等上市，我们参考已有产品“金戈”的放量逻辑，给予 2021-2023 年 3.14%/100%/70%的增速。

原料药部分有公司子公司河南康达制药开展，随着公司业务扩容，原料药的生产和销售也会随之扩容，我们给予 2021 年-2023 年 24.32%/23.36%/23.45%的增速。

技术服务主要由悦康科创开展，向体系内外的公司提供相关药品研发等服务，我们给予 2021-2023 年-9.00%/6.00%/7.00%的增速。

其他业务部分给予 2021-2023 年 3.00%/5.00%/7.00%的增速。

图表 28 公司各模块收入预测

悦康药业	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总营收(亿元)	39.82	42.88	43.39	49.65	63.04	82.29
YoY		7.68%	1.17%	14.42%	26.98%	30.54%
总毛利 (亿元)	23.96	26.14	28.65	34.05	44.42	60.00
YoY		9.10%	9.60%	18.86%	30.44%	35.09%
具体细分						
心脑血管类						
收入	13.72	15.58	21.68	28.22	39.02	54.96
YoY		13.56%	39.15%	30.18%	38.25%	40.85%
毛利	12.79	14.41	20.15	25.92	35.62	50.31
毛利率(%)	93.24%	92.50%	92.93%	91.85%	91.28%	91.55%
抗感染类						
收入	15.68	16.86	11.81	10.57	11.10	11.79
YoY		7.53%	-29.95%	-10.52%	5.01%	6.22%
毛利	5.69	6.27	4.11	3.67	3.68	3.78
毛利率(%)	36.31%	37.16%	34.80%	34.70%	33.12%	32.05%
消化系统类						
收入	5.42	6.03	4.94	5.19	5.89	6.75
YoY		11.25%	-18.08%	5.05%	13.56%	14.55%
毛利	3.57	3.95	2.72	2.76	3.10	3.43
毛利率(%)	65.85%	65.45%	55.07%	53.15%	52.55%	50.83%
糖尿病类药						
收入	2.60	1.45	2.05	2.40	2.91	3.54
YoY		-44.23%	41.38%	17.15%	21.26%	21.65%
毛利	1.45	0.90	1.06	1.08	1.25	1.49
毛利率(%)	55.77%	61.73%	51.61%	45.01%	43.05%	42.13%
其他化学药制剂						
收入	0.44	0.37	0.38	0.39	0.78	1.33
YoY		-15.91%	2.70%	3.14%	100.00%	70.00%
毛利	0.16	0.11	0.11	0.10	0.21	0.35
毛利率(%)	36.95%	28.64%	27.87%	26.63%	26.55%	26.31%
原料药						
收入	0.95	1.09	1.39	1.73	2.13	2.63
YoY		14.74%	27.52%	24.32%	23.36%	23.45%
毛利	0.04	0.05	0.18	0.21	0.26	0.32
毛利率(%)	3.86%	4.87%	12.79%	12.15%	12.13%	12.08%
技术服务						
收入	0.19	0.18	0.15	0.14	0.14	0.15
YoY		-5.26%	-16.67%	-9.00%	6.00%	7.00%
毛利	0.05	0.03	0.04	0.04	0.03	0.03
毛利率(%)	28.39%	15.33%	26.41%	26.11%	23.01%	22.12%
其他业务						
收入	0.82	1.32	0.98	1.01	1.06	1.13

YoY	-50.90%	60.98%	-25.76%	3.00%	5.00%	7.00%
毛利	0.21	0.42	0.28	0.27	0.28	0.28
毛利率(%)	25.44%	31.51%	28.43%	27.15%	26.03%	25.12%

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

综上，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 49.65 亿元，63.04 亿元，82.29 亿元，分别同比增长 14.42%、26.98%、30.54%，归母净利润分别为 5.63 亿元、7.37 亿元、9.86 亿元，同比增长 27.36%、30.81%、33.87%，对应的 PE 为 19.76X/15.11X/11.29X。

5.2 估值对比

基于化学药制剂领域主要适应症产品的可比角度，涉及抗感染、消化系统、心血管系统以及糖尿病等领域，竞争产品包括奥美拉唑肠溶胶囊、盐酸二甲双胍肠溶胶囊、奥美拉唑钠、注射用兰索拉唑、注射用头孢呋辛钠、注射用头孢曲松钠、枸橼酸铋钾颗粒、头孢克洛缓释片、头孢克肟胶囊、苯磺酸左旋氨氯地平片等。公司选取了丽珠集团、以岭药业、白云山、康缘药业以及仙琚制药作为可比上市公司。悦康药业 PE 低于行业平均水平。

图表 29 可比公司估值情况

编号	证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1	000513.SZ	丽珠集团	299.33	19.41	22.57	26.49	17.77	15.28	13.02
2	002603.SZ	以岭药业	448.42	13.90	17.01	20.47	32.30	26.39	21.94
3	600332.SH	白云山	449.57	34.39	39.15	0.00	13.92	12.23	0.00
4	600557.SH	康缘药业	76.48	3.21	4.33	5.18	22.64	17.66	14.75
5	002332.SZ	仙琚药业	107.72	6.1	7.44	9.11	21.41	14.48	11.82
		行业平均					21.61	17.21	12.31
6	002873.SZ	悦康药业	111.28	5.63	7.37	9.86	19.76	15.11	11.29

资料来源：Wind（一致预测、盈利预测，2022/03/11，悦康药业为华安证券预测），华安证券研究所

5.3 投资建议

布局全产业链，经营状况稳健提升，盈利能力持续增强。

公司立足于高端制药的研发、生产与销售，同时具备 Biotech 生长因子，盈利能力与创新能力并驾齐驱，主营业务涵盖药品研发、制造、流通销售以及原料、辅料、制剂等全产业链条，可生产产品囊括注射液、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种剂型以及部分原料药，覆盖心脑血管、消化系统、抗感染、内分泌、抗肿瘤及生殖健康等 12 个用药领域。公司控股的 21 家子公司业务全面布局新药研发、医药制剂、医药原料、流通销售以及国际贸易。公司近五年营业收入及归母净利润持续增长，其中，医药制造成为主要盈利增长点；毛利率和净利率保持持续增长态势。

● 上市产品多领域覆盖，三大主要产品放量势头强劲

公司目前批准上市的产品有 266 个，覆盖心脑血管、消化系统、抗感染、内分泌、抗肿瘤以及生殖健康等 12 个用药领域。

（1）银杏叶提取物注射液主要用于脑部、周围血液循环障碍的治疗，是唯一获得国

产化学药品批文的银杏叶提取物注射液，近五年来销售额持续增长，并贡献公司主要销售增长。

(2) (2) 悦康活心丸在稳定型心绞痛、陈旧性心肌梗死、缺血性心肌病方面的疗效显著，被列入 2018 年国家基药品种、2019 年国家医疗甲类的独家浓缩丸剂型品种；对比国内已获批上市的类似适应症产品主要来源于国外，活心丸在中成药市场中具有优势，近三年其销量和销售收入成持续快速增长。

(3) 枸橼酸爱地那非片是我国首个 1.1 类抗 ED 领域的国产专利新药，用于治疗男性勃起功能障碍。其具有全新化学结构，将为患者提供新的治疗选择，作为近期上市新药，有望成为新的盈利增长点。

● 研发实力雄厚，管线丰富，重点在研药市场前景广阔

公司具备缓控释制剂技术平台、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注射剂精细化制备技术平台，并集中资源打造核酸药物研发技术平台；专业团队助推研发管线进一步拓展。重点布局创新药，目前有重点产品 14 项，其中化药 1 类（包含抗新冠多肽药物）、中药 1 类共 7 个项目、小核酸和 mRNA 研发管线 7 项。反义核酸药物注射用 CT102、抗新冠多肽和中药一类新药注射用羟基红花黄色素 A 作为重点在研药物，分别在抑制肿瘤生长、新冠肺炎的预防与治疗及中风病·中经络·血瘀阻络证领域初具研究成果。其所针对的疾病国内患者众多，市场前景广阔。

● 股权激励方案调动积极性，提升公司创新力

公司公布了 2021 年限制性股票激励计划草案，计划向激励对象授予 1300 万股限制性股票，约占激励计划草案公告时公司股本总额 4.5 亿股的 2.89%。其中首次授予 1051.90 万股，约占激励计划草案公告时公司股本总额的 2.34%。限制性股票的授予价格（含预留授予）为 10.97 元/股。考核目标包括 2022、2023、2024 年度的业绩考核目标和创新药考核目标。业绩考核目标以 2021 年净利润（股权激励“净利润”指标以经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润，且剔除本次及其它激励计划股份支付费用影响的数值为计算依据，下同）为基数，首次授予的第一个归属期 2022 年净利润增长率不低于 30%，第二个归属期 2023 年不低于 69%，第三个归属期 2024 年不低于 119%。创新药考核目标中，2022 年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；2023 年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；2024 年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。现有商业化产品和渠道为股权激励的实现提供了强有力的保障。

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 49.65 亿元，63.04 亿元，82.29 亿元，分别同比增长 14.42%、26.98%、30.54%，归母净利润分别为 5.63 亿元、7.37 亿元、9.86 亿元，同比增长 27.36%、30.81%、33.87%，对应的 PE 为 19.76X/15.11X/11.29X，我们看好公司现有心脑血管、消化系统、抗感染、内分泌、抗肿瘤以及生殖健康等多个用药领域的产品及公司多年积累下来的渠道力量。同时也看好公司现有科研平台及后续核酸药物肿瘤药物等管线的延展性。公司创新药的逐步兑现将带来估值进一步提高。我们首次覆盖，给予公司“买入”的评级。

风险提示

- 研发风险：新药的研发过程风险较大，充满不确定性，如入组失败、结果不如意、审批不顺利等。公司目前多款产品正在进行临床试验，尚需要投入较多成本，而最终能否上市、上市后能否为患者接受存在相当大的不确定性。
- 销售浮动：任何产品的供需情况都难以准确预测，此外药品走向市场还依赖外部销售渠道的顺畅，从一线到终端的各个环节都可能影响销售情况。
- 政策影响：医药市场受医保、集采等政策影响较大，如公司的银杏叶提取物注射液纳入医保谈判有降价可能。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3892	3705	4334	5305	营业收入	4339	4965	6304	8229
现金	2535	2110	2293	2698	营业成本	1475	1559	1862	2229
应收账款	565	646	820	1071	营业税金及附加	51	63	80	115
其他应收款	6	7	9	12	销售费用	2016	2218	2858	3779
预付账款	15	15	19	22	管理费用	173	291	407	584
存货	627	662	791	947	财务费用	40	2	0	0
其他流动资产	145	264	403	555	资产减值损失	-22	-20	-20	-20
非流动资产	1565	1987	2381	2747	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	1	1	2
固定资产	1206	1335	1445	1537	营业利润	492	649	845	1128
无形资产	134	163	181	190	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	225	489	754	1019	营业外支出	4	10	10	10
资产总计	5457	5692	6715	8052	利润总额	495	639	836	1119
流动负债	1779	1435	1707	2042	所得税	52	77	100	134
短期借款	160	0	0	0	净利润	444	562	736	985
应付账款	524	618	738	884	少数股东损益	1	-1	-1	-1
其他流动负债	1095	817	969	1158	归属母公司净利润	442	563	737	986
非流动负债	92	108	125	142	EBITDA	661	817	1021	1311
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.23	1.25	1.64	2.19
其他非流动负债	92	108	125	142	主要财务比率				
负债合计	1871	1544	1832	2184	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	5	4	3	2	成长能力				
股本	450	450	450	450	营业收入	1.2%	14.4%	27.0%	30.5%
资本公积	2645	2645	2645	2645	营业利润	50.0%	31.8%	30.4%	33.5%
留存收益	486	1049	1785	2772	归属于母公司净利	54.9%	27.4%	30.8%	33.9%
归属母公司股东权	3581	4144	4881	5867	获利能力				
负债和股东权益	5457	5692	6715	8052	毛利率（%）	66.0%	68.6%	70.5%	72.9%
现金流量表					净利率（%）	10.2%	11.3%	11.7%	12.0%
单位:百万元					ROE（%）	12.3%	13.6%	15.1%	16.8%
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	ROIC（%）	12.5%	13.4%	14.7%	16.2%
经营活动现金流	698	461	895	1108	偿债能力				
净利润	442	563	737	986	资产负债率（%）	34.3%	27.1%	27.3%	27.1%
折旧摊销	134	177	195	213	净负债比率（%）	52.2%	37.2%	37.5%	37.2%
财务费用	30	2	0	0	流动比率	2.19	2.58	2.54	2.60
投资损失	0	-1	-1	-2	速动比率	1.81	2.10	2.06	2.12
营运资金变动	70	-309	-63	-118	营运能力				
其他经营现金流	393	901	829	1133	总资产周转率	0.80	0.87	0.94	1.02
投资活动现金流	-191	-739	-729	-719	应收账款周转率	7.68	7.68	7.68	7.68
资本支出	-127	-460	-450	-440	应付账款周转率	2.82	2.52	2.52	2.52
长期投资	-64	-282	-282	-282	每股指标（元）				
其他投资现金流	0	2	3	3	每股收益	1.23	1.25	1.64	2.19
筹资活动现金流	1636	-146	16	16	每股经营现金流薄）	1.55	1.02	1.99	2.46
短期借款	-277	-160	0	0	每股净资产	7.96	9.21	10.85	13.04
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	90	0	0	0	P/E	19.81	19.76	15.11	11.29
资本公积增加	1928	0	0	0	P/B	3.06	2.69	2.28	1.90
其他筹资现金流	-105	14	16	16	EV/EBITDA	13.07	11.11	8.72	6.50
现金净增加额	2142	-425	183	405					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。