

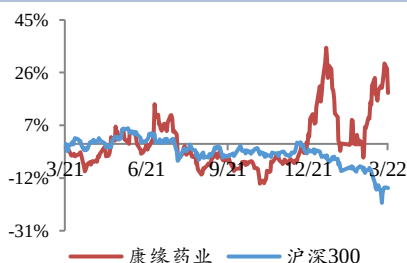
力克疫情触底回弹，业绩表现稳步向好

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-22

收盘价（元）	12.80
近 12 个月最高/最低（元）	14.56/9.27
总股本（百万股）	593
流通股本（百万股）	593
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	76
流通市值（亿元）	76

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：

● 中药行业政策利好不断，销售收入逐年增长

近年来，国家大力扶持和促进中医药事业发展，从《中医药发展“十三五”规划》《关于推进中医药健康服务与互联网融合发展的指导意见》《中医药法》指导中医药产业发展到 2020 年《药品注册管理办法》与《中药注册分类及申报资料要求》对中药新药研发提出新要求，无不中医药传承创新发展指明方向，推动“中医药振兴发展迎来天时、地利、人和的大好时机”。2020 年中药行业净利润达 1,240,799.67 万元，同比增长 10.03%。从趋势上看，中药获批数量逐年上升，审批时长大致逐年缩短。2021 年共计获批 12 个，超过前几年之和。中药上市审批时间大致上呈逐年递减趋势，2022 年相比 2017 年缩短 92% 时长。

● 坚持打造战略大品种，持续释放基药品种发展潜能

公司形成以“中药、化学药、生物制药”集群创新发展为主线，以中医药文化养生产业和健康产品为两翼的发展体系。公司战略大品种为抗病毒感染系列的热毒宁注射液和金振口服液以及心脑血管领域的银杏二萜内酯葡胺注射液。热毒宁注射液处方精简，物质基础相对明确，抗病毒，抗炎作用机制较清晰，凭借出众的药物循证证据、临床价值和品牌影响力斩获多项荣誉，并入选多项指南。金振口服液作为核心口服制剂之一，销售情况持续向好，在多个省份集采中陆续中标，市场进一步下沉，未来发展前景良好。银杏二萜内酯葡胺注射液于 2019 年第二次谈判后再次纳入国家医保目录，以量换价效应明显，2020 年销售量为 821.14 万支，同比增长 130.40%，2021 年销售量为 1,028.63 万支，同比增长 25.27%，已基本抵消医保降价带来的影响，未来发展可期。除了以上三个战略大品种，公司还选取六个独家基药品种及益心舒片组成“七大基药品种”进行全面开发，在国家基本药物政策全面落实的大环境下，公司独家基药品种众多的资源优势正逐步向市场优势转化，2021 年七大基药整体营业收入较上年同期实现增长 31.06%。

● 创新药物研发的同时积极开展上市后药物研究

公司坚持以创新驱动发展，以中药发展为主体，同时统筹推进化学药、生物药协同发展。2021 年 11 月，公司研制的中药 1.1 类新药银翘清热片获批上市，该产品是 2020 年 7 月 1 日《中药注册分类及申报资料要求》实施以来首个获批上市的 1.1 类中药创新药。静脉炎颗粒和九味疏风平喘颗粒的临床试验通知书也顺利获批。2021 年公司新获得授权发明专利 65 件，申报生产批件 2 个、临床许可 2 个，并推动一批创新药陆续进入 I、II、III 期临床阶段，有效推进一批 1.1 类创新药的临床前研究工作。公司还持续推进医保或基药重点品种的上市后深入研究，有序开展金振口服液、杏贝止咳颗粒、复方南星止痛膏、龙血通络胶囊、热毒宁注射液等主要品种的循证医学临床研究，同时，深入做好银杏二萜内酯葡胺注射液、桂枝茯苓胶囊、天舒胶囊、通塞脉片等品种的功效成分及作用机制等基础研究，持续积累临

床再评价和基础研究证据，为上市品种的学术推广及临床合理用药提供有力支撑。

● **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 44.53 亿元，53.98 亿元，64.82 亿元，分别同比增长 22.0%、21.2%、20.09%，归母净利润分别为 4.12 亿元、5.15 亿元、6.06 亿元，同比增长 28.6%、24.9%、17.8%，对应的 PE 为 18.41X/14.75X/12.52X，我们看好公司“中药、化药、生物制药”集群发展，同时也看好公司院士级别的科研壁垒。公司后续中药创新药及化生药物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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3649	4453	5398	6482
收入同比（%）	20.3%	22.0%	21.2%	20.1%
归属母公司净利润	321	412	515	606
净利润同比（%）	21.9%	28.6%	24.9%	17.8%
毛利率（%）	71.9%	72.7%	72.9%	73.0%
ROE（%）	7.4%	8.7%	9.8%	10.4%
每股收益（元）	0.56	0.70	0.87	1.02
P/E	21.86	18.41	14.75	12.52
P/B	1.69	1.61	1.45	1.30
EV/EBITDA	12.02	10.74	9.36	8.31

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 中药创新型企业，研发实力强劲	5
1.1 中药化药生物药集群发展，产品管线全面丰富	5
1.2 院士领衔的创新中药公司，股权架构清晰明了	5
1.3 聚焦后疫情时代全面发力，营业收入稳步上升	8
2 中药行业前景良好，市场规模可观	9
2.1 行业政策利好不断，营业收入稳定增长	9
2.2 中药创新实力增强，审批时间大幅缩短	11
3 产品管线丰富，覆盖领域全面	12
3.1 病毒感染系列——热毒宁注射液触底回弹，金振口服液表现亮眼	12
3.2 心脑血管系列——银杏二萜内酯葡胺注射液借力医保持续放量，多产品同步推进	14
3.3 妇科系列——桂枝茯苓胶囊美国临床试验持续开展，国际市场初步探索	15
3.4 骨科系列——筋骨止痛凝胶新进医保，腰痹通胶囊稳步增长	16
3.5 其他系列——参乌益肾片市场进一步开拓，未来发展可观	17
4 创新药物研发与上市后药物研究同步开展	18
4.1 先进药物研发体系打造优势创新药物	18
4.2 高素质研发团队助力企业高质量发展	19
4.3 丰富在研管线为今后营收打造良好基础	21
5 业绩拆分与投资建议	23
5.1 公司业绩拆分与估值对比	23
5.2 投资建议:	27
风险提示:	28
财务报表与盈利预测:	29

图表目录

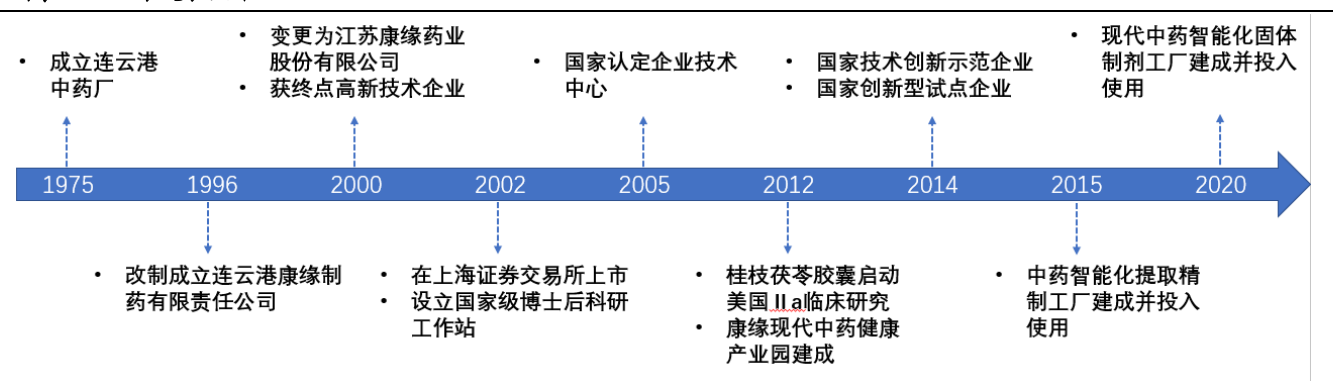
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构	6
图表 3 公司管理层	6
图表 4 公司子公司及参股公司	8
图表 5 公司营业收入与同比增长率	8
图表 6 公司扣非归母净利润与同比增长率	8
图表 7 公司近两年各领域拆分情况	9
图表 8 公司毛利率和营业净利率	9
图表 9 公司期间费用率	9
图表 10 中药综合营业收入	10
图表 11 中药综合扣非归母净利润	10
图表 12 中成药营业收入	10
图表 13 中成药扣非归母净利润	10
图表 14 中药综合毛利率与净利率	11
图表 15 中成药毛利率与净利率	11
图表 16 21 个中药审批明细	11
图表 17 中药上市平均审批天数	12
图表 18 历年获批产品数量	12
图表 19 抗感染系列产品	12
图表 20 热毒宁注射液所获荣誉	13
图表 21 金振口服液所获荣誉	14
图表 22 抗感染系列产品	14
图表 23 银杏二萜内酯葡胺注射液所获荣誉	15
图表 24 妇科系列产品	15
图表 25 桂枝茯苓胶囊所获荣誉	16
图表 26 抗感染系列产品	17
图表 27 其他系列产品	18
图表 28 公司研发实力排名	19
图表 29 公司历年研发人员数量	20
图表 30 公司历年研发支出	20
图表 31 新药研发基本情况	21
图表 32 已上市品种在研项目	21
图表 33 公司各模块收入预测	24
图表 34 可比公司估值情况	26

1 中药创新型企业，研发实力强劲

1.1 中药化药生物药集群发展，产品管线全面丰富

康缘药业于 1996 年创立，前身为 1975 年成立的连云港中药厂。公司是集中药研发、生产、销售为一体的大型中药企业，建有“中药制药过程新技术国家重点实验室”等多个国家级科研平台。先后获得中药新药 52 个，发明专利授权 547 件；研发实力连续三年位列“中药研发实力排行榜”首位。公司秉承“振兴国药、报效祖国”的历史使命，在几十年的发展历程中形成了以“中药、化学药、生物制药”集群创新发展为主线，以中医药文化养生产业和健康产品为两翼的发展体系，实现大健康产业“素质提升”和“规模扩张”同步发展，全面提升企业核心竞争力。

图表 1 公司发展历程

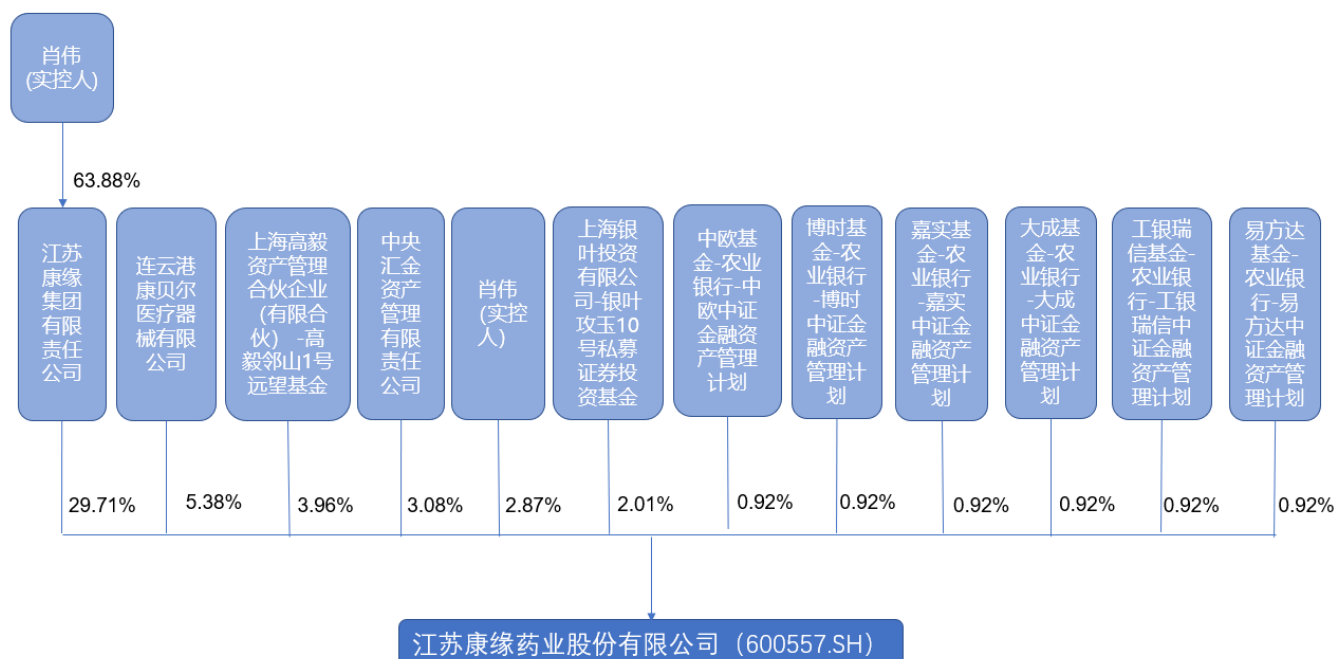


资料来源：Wind，公司官网，华安证券研究所

1.2 院士领衔的创新中药公司，股权架构清晰明了

公司的实际控制人为董事长肖伟。其中，肖伟通过以江苏康缘集团有限责任公司持有公司 29.71% 股份，并直接持有公司 2.87% 股份。中国工程院院士，中药学博士，研究员级高级工程师，第十三届全国人大代表，国家药典委员会执行委员，享受国务院特殊津贴。2000 年 11 月起任公司董事长，2008 年 10 月至 2021 年 4 月兼任公司总经理。2005 年至今兼任江苏康缘集团有限责任公司董事长。

图表 2 公司股权结构



资料来源：Wind，华安证券研究所

在公司管理层中，肖伟先生，中国工程院院士，中药学博士，研究员级高级工程师，第十三届全国人大代表，国家药典委员会执行委员，享受国务院特殊津贴，任公司董事长。王振中先生，博士研究生，研究员级高级工程师，任董事会董事，副董事长。杨永春先生，大专学历，助理会计师，任董事、总经理。刘权，本科学历，任公司副总经理。

图表 3 公司管理层

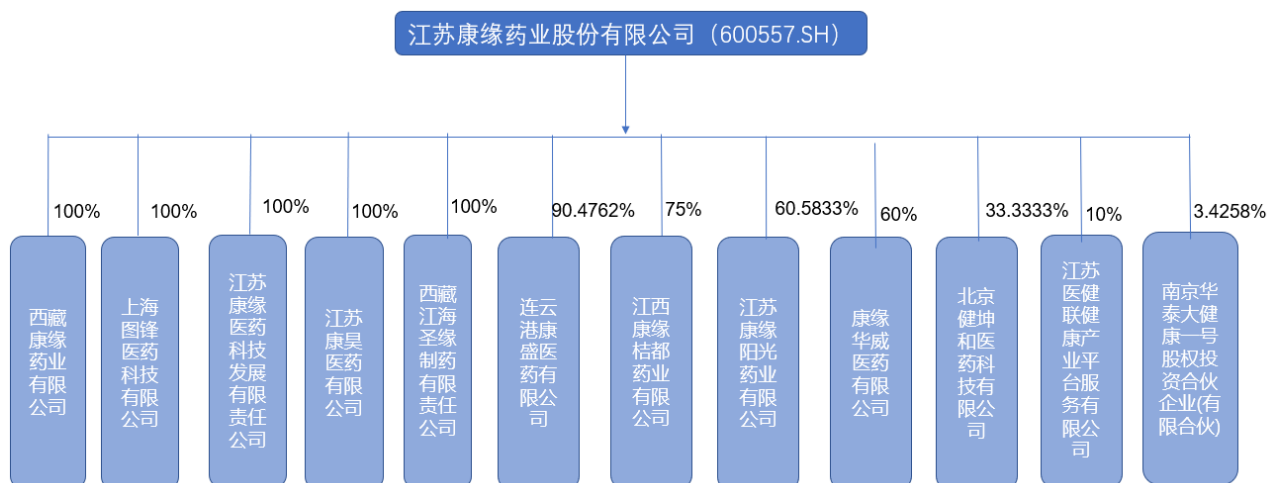
姓名	职位	履历
肖伟	董事长	中国工程院院士，中药学博士，研究员级高级工程师，第十三届全国人大代表，国家药典委员会执行委员，享受国务院特殊津贴。2000年11月起任公司董事长，2008年10月至2021年4月兼任公司总经理，2021年10月起暂代董事会秘书职责。2005年至今兼任江苏康缘集团有限责任公司董事长。
王振中	副董事长/董事	博士研究生，研究员级高级工程师。1993年进入公司，历任质量管理部部长、中药研究所副所长、化药研究所所长、研发中心副主任兼药化研究所、药理研究所所长、科研总监、研究院执行院长等。2010年3月至2019年12月任公司副总经理，2016年9月起任公司第六届、第七届董事会董事，2019年12月起任公司第七届董事会副董事长。

杨永春	董事/总经理	大专学历，助理会计师。1997 年进入公司，历任营销财务部经理、审计部主任、办事处经理、分公司副经理、分公司经理、销售总监等。2008 年 7 月至 2021 年 4 月任公司副总经理。2019 年 12 月起任公司第七届董事会董事，2021 年 4 月起任公司总经理。
吴云	董事/副总经理	本科学历，中共党员，高级工程师。2003 年进入公司，历任中药研究所研究员、制剂研究所研究员、中药天然药物新药研究所所长，2017 年至 2019 年 12 月任公司研究院研发总监。2019 年 12 月起任公司副总经理，2021 年 12 月起任公司第七届董事会董事。
刘权	副总经理	本科学历，中共党员，2000 年进入公司，历任公司销售代表，地区经理，省区经理，营销总监，2018 年起任公司营销公司副总经理。
高海鑫	副总经理	博士研究生学历，工程师（石油化工专业），中共党员，中国国籍，无境外永久居留权。2014 年加入公司，历任董事长秘书，总经理办公室主任，生产党委书记，生产总监，现任公司党委书记兼公司销售系统江苏事业部销售总监。
潘宇	副总经理	本科学历，无党派人士，中国国籍，无境外永久居留权。曾经先后在西安杨森制药有限公司，赛诺菲安万特制药有限公司，辉瑞投资有限公司，微岩医学科技（北京）有限公司担任营销相关的管理职务。2021 年 7 月加入公司，现任公司市场开发中心负责人兼康缘药业现代中药研究院副院长。
王传磊	副总经理	本科学历，EMBA，中国国籍，无境外永久居留权。1998 年起先后在史克必成（中国）有限公司，上海先灵葆雅制药有限公司，舒泰神（北京）生物制药股份有限公司任销售代表，省区经理，大区经理，销售总监。2016 年加入公司，曾任公司尤赛金（“银杏二萜内脂葡胺注射液”简称）事业部销售总监，现任销售系统招商代理，零售，第三终端业务板块负责人。
肖安亮	财务总监	本科学历，MBA，中级会计师，中共党员，中国国籍，无境外永久居留权。2010 年加入公司，历任公司生产成本部经理，营销管理部经理，现任公司财务部经理。
邱洪涛	董事会秘书	大专学历，中国国籍，无境外永久居留权。自 2002 年 10 月起先后在吉林纸业股份有限公司，苏宁环球股份有限公司，道有道（北京）科技股份有限公司负责证券事务工作。2015 年 8 月加入公司，现任公司证券管理中心经理兼投资部经理，证券事务代表。

资料来源：2021 年年报，wind，华安证券研究所

康缘药业旗下拥有 5 家子公司和 7 家参股公司。

图表 4 公司子公司及参股公司



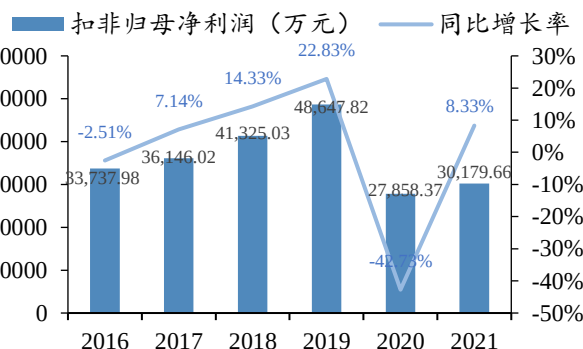
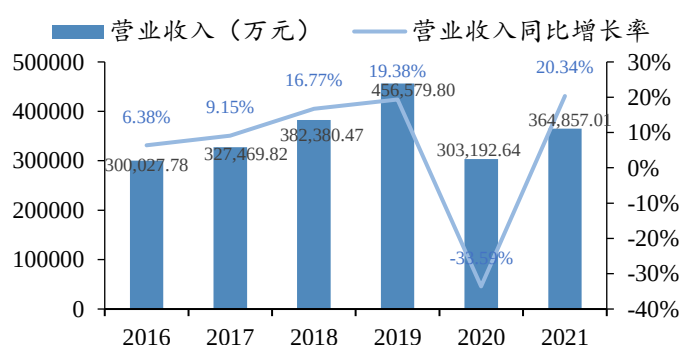
资料来源：Wind，华安证券研究所

1.3 聚焦后疫情时代全面发力，营业收入稳步上升

2021 年公司营业收入逐步回升。2020 年，受疫情影响，公司营业收入与过去几年相比有所下降。2021 年，疫情防控有效，使得营业收入逐步回升，2021 年营业收入为 364,857.00 万元，同期增加 20.34%，归母净利润为 32,054.36 万元，同期增加 21.92%，扣非归母净利润为 30,179.66 万元，同期增加 8.33%。

图表 5 公司营业收入与同比增长率

图表 6 公司扣非归母净利润与同比增长率



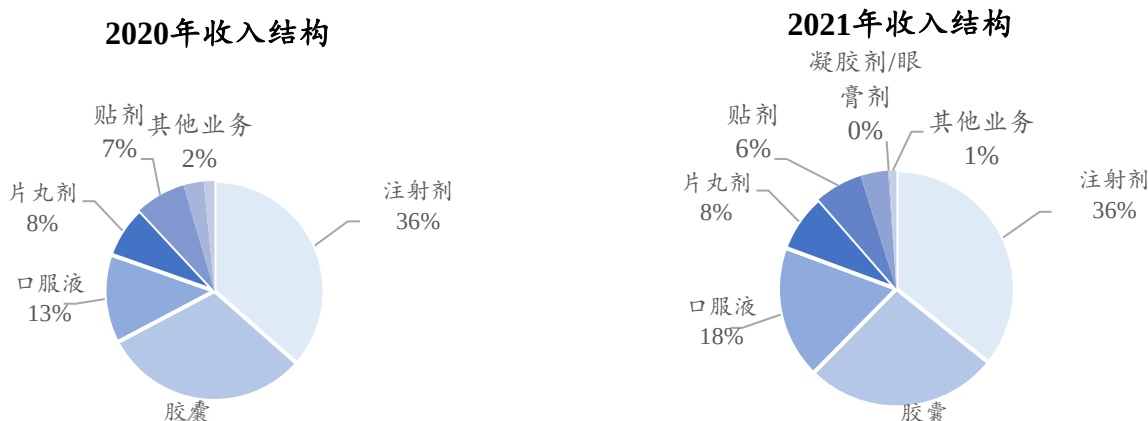
资料来源：Wind，2021 年年报，华安证券研究所

资料来源：Wind，2021 年年报，华安证券研究所

注射剂为公司营业收入增长做出很大贡献，口服制剂销售收入占比逐渐提高。2020 年，受疫情影响，注射剂类产品实现营业收入 110,624.11 万元，同比降低 52.85%，胶囊产品实现营业收入 93,305.37 万元，同比降低 7.17%。2021 年，两类产品在后疫情时代营业收入逐渐回升，2021 年注射剂类产品实现营业收入 130,436.21 万元，同比增加 17.91%，胶囊产品实现营业收入 97,190.45 万元，同比增加 4.16%。以七大基药品种为代表的口服制剂品种销售额自 2018 年以来在公司销售结构占比逐步提升，2021 年度口服制剂品种已占到公司总收入的 56.61%，有效的改善了公司的销售结构，增强了抵御政策风险的能力，发挥了公司品种众多的核心竞争力优势，为公司

未来规模的进一步提升提供有力的保障。

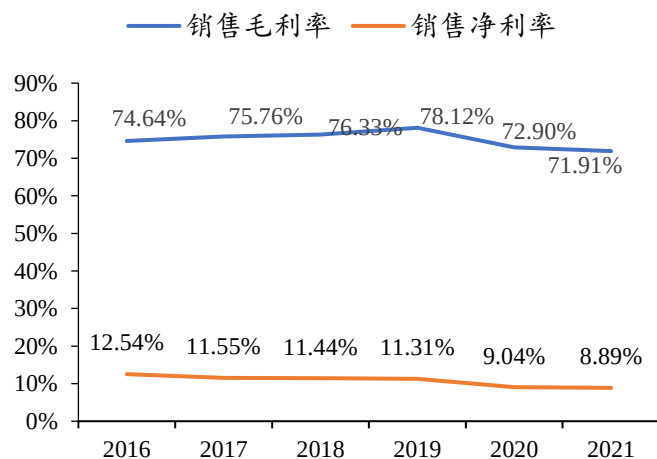
图表 7 公司近两年各领域拆分情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

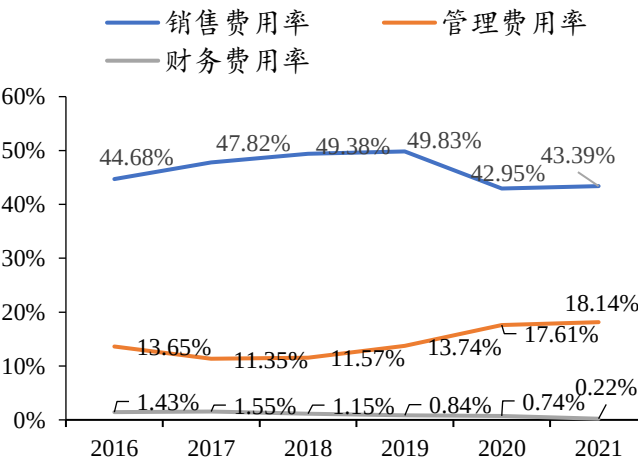
公司销售毛利率保持稳步增长, 2020 年受疫情影响略微降低, 销售净利率基本保持稳定。由于疫情导致生产、销售活动受限, 销售费用率以及财务费用率在疫情期间有所降低, 管理费用率升高。2021 年销售毛利率基本保持稳定, 为 71.91%, 销售净利率为 8.89%, 利润状况良好。2021 年销售费用率基本维持稳定, 为 43.39%, 管理费用率略微升高, 为 18.14%。财务费用率下降至 0.22%。

图表 8 公司毛利率和营业净利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 公司期间费用率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2 中药行业前景良好, 市场规模可观

2.1 行业政策利好不断, 营业收入稳定增长

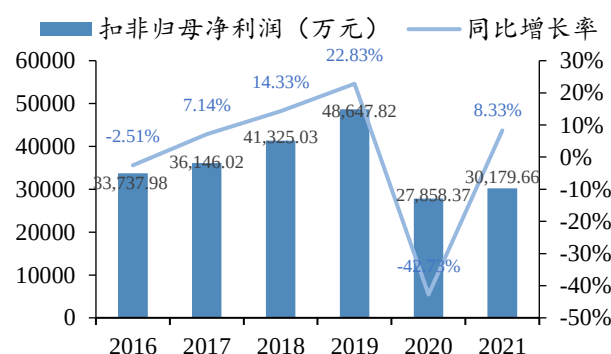
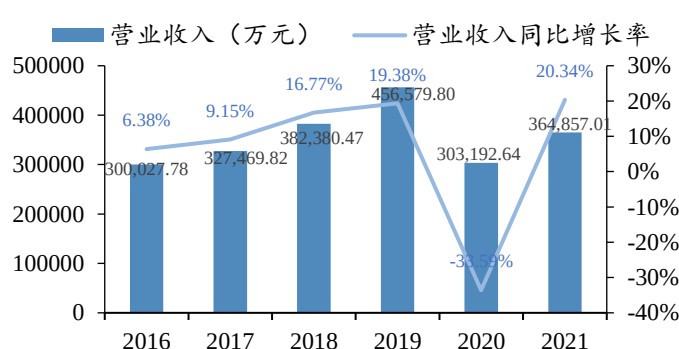
医药行业是我国国民经济的重要组成部分, 与国人身心健康密切相关, 具有较强的刚性需求, 是典型的弱周期行业。国家大力鼓励行业发展, 不断出台医药产业政策与配套措施, 逐步推动医药行业朝着高质量、创新方向发展。其中, 国家带量采购政策是近年来的重磅医药政策, 该政策通过“以价换量”的原则, 推动医药产业朝着创新方向升级, 加快推进医药产业高质量发展。2021 年, 中国医药制造业保持高

速发展态势，研发创新实力稳步增强，产业结构进一步升级，“三医联动”政策逐步完善，四大生物医药产业集聚区战略布局与政策环境建设持续优化，资本市场活跃度显著提高。

公司主营产品主要涵盖**医药制造业中药细分行业**。近年来，国家大力扶持和促进中医药事业发展，把中医药发展摆在突出位置，多次决策部署，出台中药科技产业支持政策，从《中医药发展“十三五”规划》《关于推进中医药健康服务与互联网融合发展的指导意见》《中医药法》指导中医药产业发展到 2020 年《药品注册管理办法》与《中药注册分类及申报资料要求》对中药新药研发提出新要求，无不为中医药传承创新发展指明方向，推动“中医药振兴发展迎来天时、地利、人和的大好时机”。2020 年中药行业净利润达 1,240,799.67 万元，同比增长 10.03%。

图表 10 中药综合营业收入

图表 11 中药综合扣非归母净利润



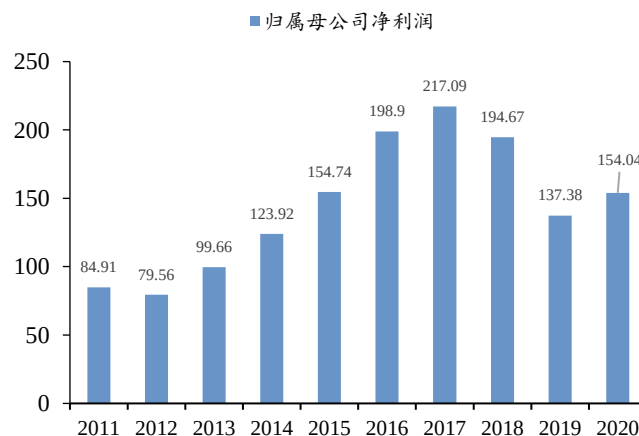
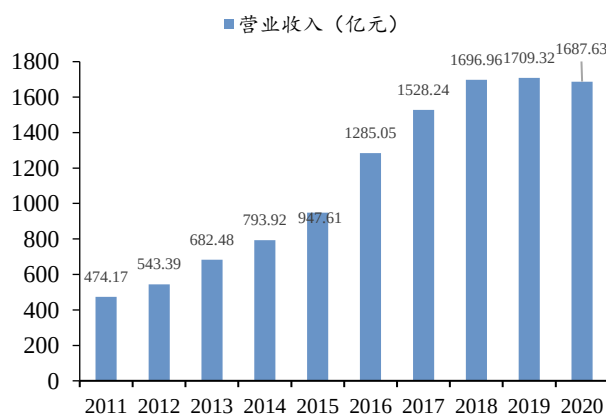
资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

中药指在中医理论指导下用于预防、诊断、治疗疾病或调节人体机能的药物。主要可以分为三大类：中药材、中药饮片以及中成药。其中，中药材是指中医指导下应用的原生药材，是中成药的基础原料。中成药是指以中草药为原料，经制剂加工制成各种不同剂型的中药制品，包括丸、散、膏、丹等各种剂型。其中，中成药营业收入呈现出逐年稳健增长态势，归母净利润在 2017 年之前一直增长，后又在 2019 年后呈现增长趋势。

图表 12 中成药营业收入

图表 13 中成药扣非归母净利润



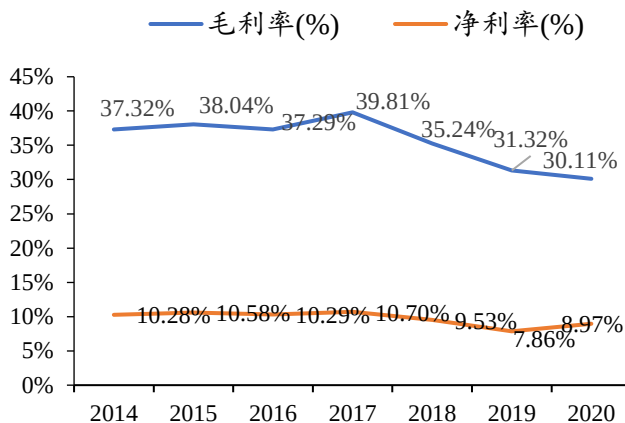
资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

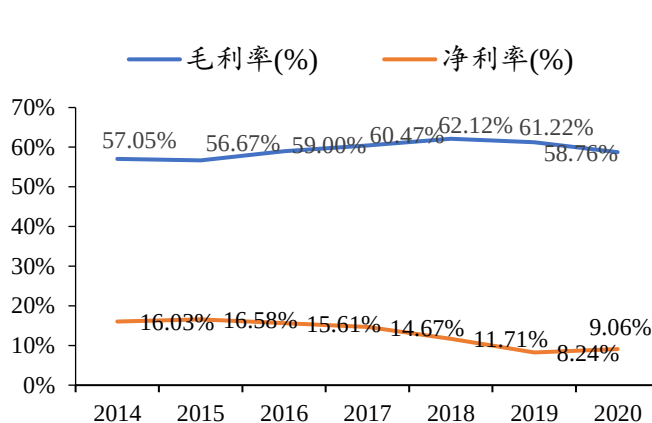
无论是从中药综合还是中成药角度来看,在2017年以前,两者的净利率以及毛利率都呈现出增长趋势,而在2017年以后则有所回落。而从2019年开始,中药综合以及中成药的净利率均有所上升,表明两者市场利润空间有所增加,状况良好。

图表 14 中药综合毛利率与净利率

图表 15 中成药毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

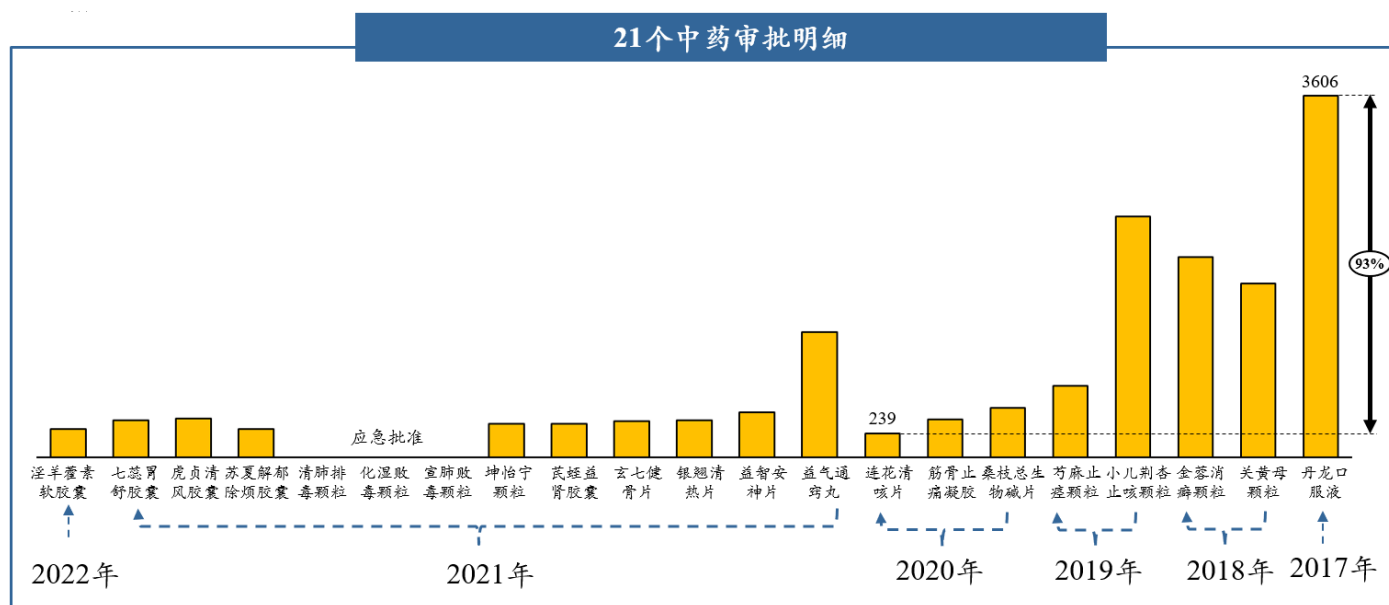


资料来源: Wind, 华安证券研究所

2.2 中药创新实力增强, 审批时间大幅缩短

2017-2022 年一共获批 21 个中药新药, 21 个中药新药中, 审批时间最长为 3606 天, 最短为 239 天或应急批准。新冠相关药物审批时间相对较短。最短审批时长较最长审批时长缩短 93%。2021 年中药行业创新实力逐步增强。新药受理方面, 中药新药数量大幅攀升。根据 CDE 数据整理, 2021 年度 CDE 受理中药总量约为 1360 件, 其中, 新药申请 60 件, 申请数量较 2020 年增加 32 件, 增幅达 114.29%。新药上市方面, 数量为近五年最高。2021 年共有 12 款新药获批上市, 占近五年中药获批新药总数的 54%。

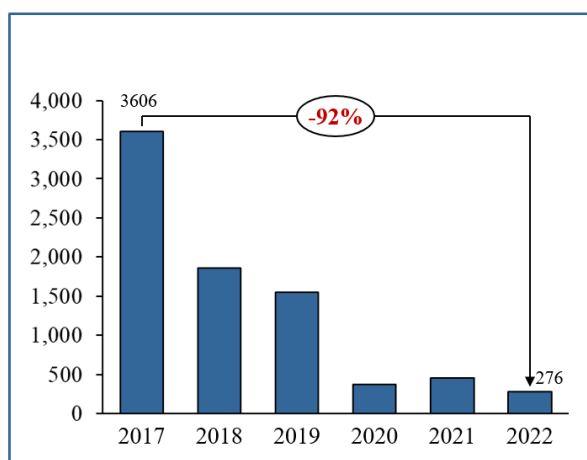
图表 16 21 个中药审批明细



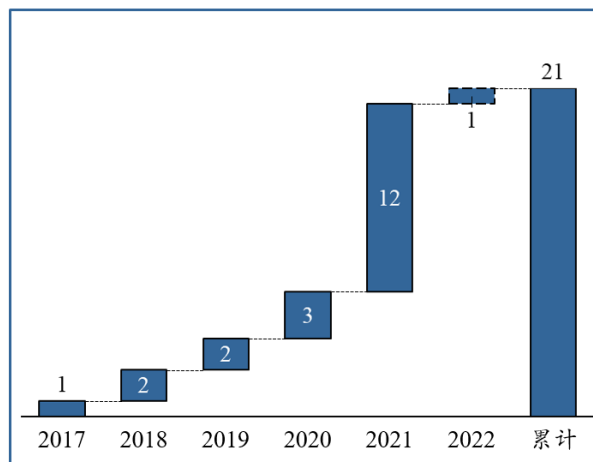
资料来源: NMPA, 华安证券研究所

从趋势上看，中药获批数量逐年上升，审批时长大致逐年缩短。2017 年-2022 年共获批 21 个中药新药，其中 2021 年共计获批 12 个，超过前几年之和。中药上市审批时间大致上呈逐年递减趋势，2022 年相比 2017 年缩短 92% 时长。

图表 17 中药上市平均审批天数



图表 18 历年获批产品数量



资料来源：NMPA，华安证券研究所

资料来源：NMPA，华安证券研究所

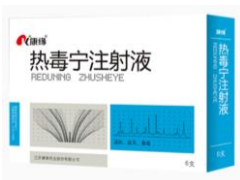
3 产品管线丰富，覆盖领域全面

公司目前主要产品线聚焦病毒感染性疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。共计获得药品生产批件 203 个，其中 43 个药品为中药独家品种，共有 3 个中药保护品种。公司产品共有 107 个品种被列入 2021 版国家医保目录，其中甲类 47 个，乙类 60 个，独家品种 23 个；共有 43 个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为 6 个。

3.1 病毒感染系列——热毒宁注射液触底回弹，金振口服液表现亮眼

公司的抗感染系列产品有热毒宁注射液、金振口服液、杏贝止咳颗粒、银翘解毒软胶囊和注射用香菇多糖。其中，热毒宁注射液和金振口服液是公司所有产品中销售最大的两个品种。

图表 19 抗感染系列产品

产品名称	商品图	适应症	优势
热毒宁注射液		清热、疏风、解毒。用于外感风热所致感冒、咳嗽，症见高热、微恶风寒、头痛身痛、咳嗽、痰黄；上呼吸道感染、急性支气管炎见上述证候者。	中药独家品种、医保乙类
金振口服液		清热解毒，祛痰止咳。用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者，表现为发热、咳嗽、咳吐黄痰、咳吐不爽、舌质红、苔黄腻等。	中药独家品种、医保乙类、国家基药目录

杏贝止咳颗粒



清宣肺气，止咳化痰。用于外感咳嗽属表寒里热证，症见微恶寒、发热、咳嗽、咯痰，痰稠质粘，口干苦、烦躁等。

中药独家品种、医保乙类、国家基药目录

银翘解毒软胶囊



疏风解表，清热解毒。用于风热感冒，症见发热头痛、咳嗽口干、咽喉疼痛。

中药独家品种、医保乙类、国家基药目录

注射用香菇多糖



用于恶性肿瘤的辅助治疗。

-

资料来源：2021 年年报，公司官网，华安证券研究所

热毒宁注射液处方精简，仅由三味植物药组成，物质基础相对明确，抗病毒，抗炎作用机制较清晰。目前已申请专利 17 项，其中已获授权 10 项。在中国中药产业高质量发展论坛（2020）暨第二届中国中药品牌建设大会上，公司产品热毒宁注射液，凭借出众的药物循证证据、临床价值、科技价值、市场价值、质量保障力和品牌影响力，荣登“**临床价值中成药品牌榜**”。另外，热毒宁注射液先后被纳入国家卫健委《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》试行第六版、第七版和第八版。

图表 20 热毒宁注射液所获荣誉

类型	文件名称/奖项
诊疗方案、指南	甲型 H1N1 流感诊疗方案
	手足口病诊疗指南
	人感染 H7N9 禽流感诊疗方案
	卫计委登革热诊疗方案
获奖情况	上市前研究获江苏省科技进步二等奖（2006）
	上市后研究获江苏省科技进步一等奖（2011）
	中华中医药学会科技进步一等奖（2012）
	第十五届中国专利奖金奖（2013）

资料来源：2021 年年报，华安证券研究所

金振口服液主要销售群体为儿童，用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者。此次疫情中，公司独家产品热毒宁注射液和金振口服液的作用得到了认可和肯定。2020 年 2 月 18 日在广东省政府新闻办公室举行疫情防控例行新闻发布会上，钟南山院士团队研究证实能在体外抑制新冠病毒引起的细胞病变效应的六种中药中，公司独家品种热毒宁注射液和金振口服液名列其中。

图表 21 金振口服液所获荣誉

发布机构	文件名称
诊疗方案、指南	《中医药治疗手足口病临床技术指南》2012
	《中国儿童普通感冒规范诊治专家共识》2013
	《儿童肺炎支原体肺炎中西医结合诊治专家共识》2017
获奖情况	中国专利优秀奖（2018）
	民族中药匠心产品（2018）
	中国最具创新力制剂品种（2019）

资料来源：2021 年年报，华安证券研究所

3.2 心脑血管系列——银杏二萜内酯葡胺注射液借力医保持续放量，多产品同步推进

公司的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、大株红景天片、苁蓉总苷胶囊等。

图表 22 抗感染系列产品

产品名称	商品图	适应症	优势
银杏二萜内酯葡胺注射液		活血通络。用于中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期瘀血阻络证，症见半身不遂，口舌歪斜，言语蹇涩，肢体麻木等。	中药独家品种、医保乙类
天舒胶囊		活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久、痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁，舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛见上述证候者。	中药独家品种、医保甲类
龙血通络胶囊		活血化瘀通络。用于中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期血瘀证。症见半身不遂，言语蹇涩或不语，口舌歪斜，偏身麻木，脉弦或涩	中药独家品种、医保乙类
大株红景天片		活血化瘀，通脉止痛。用于心血瘀阻引起的冠心病、心绞痛，症见胸痛、胸闷、心慌、气短等。	中药独家品种、医保乙类
苁蓉总苷胶囊		补肾益髓，健脑益智。用于髓海不足证的轻中度血管性痴呆。症见脑血管病后出现的认知功能损伤表现的智力减退、思维迟钝、健忘、注意力不集中、语言能力和判断力降低、个性改变、日常生活能力的减退、表情呆板、善惊易恐、倦怠思卧、腰膝酸软、脑转耳鸣等。	中药独家品种

益心舒片		益气复脉，活血化痰，养阴生津，用于气阴两虚， 淤血阻脉所致的胸痹，症见胸痛胸闷，心悸气短， 脉结代；冠心病心绞痛见上述证候者。	-
------	---	---	---

资料来源：2021 年年报，公司官网，华安证券研究所

银杏二萜内酯葡胺注射液为公司前三大销售品种之一，占公司营业收入 10%以上。作为成分明确的银杏制剂之一，其产品质量稳定均一，目前已申请专利 17 项，其中已经获授权 10 项。**2019 年，银杏二萜内酯葡胺注射液经第二次谈判后再次纳入国家医保目录**，医保降价虽对该品种销售额和公司 2020 年营业收入产生了一定的影响，但该品种在疫情环境下的销售数量取得了较好的增长，2020 年销售量为 821.14 万支，同比增长 130.40%，2021 年销售量为 1,028.63 万支，同比增长 25.27%，已基本抵消医保降价带来的影响。以量换价效应明显，未来发展可期。

图表 23 银杏二萜内酯葡胺注射液所获荣誉

时间	所获荣誉
2002 年	国家 863 计划课题项目
2011 年	荣获国家科技进步二等奖
2012 年	国家科技成果转化项目
2018 年	荣获国家技术发明二等奖
2019 年	荣获中国专利金奖

资料来源：2021 年年报，华安证券研究所

3.3 妇科系列——桂枝茯苓胶囊美国临床试验持续开展，国际市场初步探索

公司的妇科系列代表品种有**桂枝茯苓胶囊**、**散结镇痛胶囊**、**益坤宁片**、**复方益母颗粒**、**断血流软胶囊**等。

图表 24 妇科系列产品

产品名称	商品图	适应症	优势
桂枝茯苓胶囊		活血，化瘀，消癥。用于妇人瘀血阻络所致癥块、 经闭、痛经、产后恶露不尽；子宫肌瘤，慢性盆腔 炎包块，痛经，子宫内膜异位症，卵巢囊肿见上述 证候者；也可用于女性乳腺囊性增生属瘀血阻络 证，症见乳房疼痛、乳房肿块、胸胁胀闷；或用于 前列腺增生属瘀阻膀胱证，症见小便不爽、尿细如 线、或点滴而下、小腹胀痛者。	中药独家品种、医保甲 类

散结镇痛胶囊		软坚散结，化瘀定痛。用于瘀痰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。	中药独家品种、医保乙类
益坤宁片		补气养血，调经止痛。用于妇女血虚气滞，月经不调，经前，经后腹痛腰痛，妇女更年期综合症等	中药独家品种
复方益母颗粒		活血行气，化瘀止痛。用于气滞血瘀所致的痛经。症见月经期小腹胀痛拒按、经血不畅、血色紫黯成块、乳房胀痛、腰部酸痛等。	中药独家品种、医保乙类
断血流软胶囊		凉血止血。用于血热妄行所致的月经过多、崩漏、吐血、衄血、咯血、尿血、便血、血色鲜红或紫红；功能失调性子宫出血、子宫肌瘤出血及多种出血症、单纯性紫癜、原发性血小板减少性紫癜见以上证候者。	-

资料来源：2021 年年报，公司官网，华安证券研究所

桂枝茯苓胶囊源于妇科血瘀经典名方，物质基础相对明确，功效成分和抗乳腺囊性增生、抗前列腺增生作用机制相对清晰，质量控制完善，并与药物主要功效相关。目前已申请桂枝茯苓胶囊相关专利 21 项，其中已获授权 11 项。桂枝茯苓胶囊正在美国进行临床试验，公司积极推动桂枝茯苓胶囊美国药品注册后续临床试验研究前期准备工作，完成生产工艺研究，建立生物效价、质量平衡等研究方法，与 FDA 完成 CMC 研究 C 型会议，获得 FDA 肯定答复意见；完成 FDA 要求的安评研究；进一步论证、细化临床试验方案、统计学方案及人体药代动力学方案。

图表 25 桂枝茯苓胶囊所获荣誉

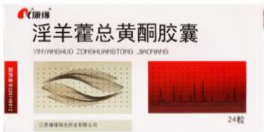
发布机构	获奖情况
中华中医药学会	中华中医药学会科技进步一等奖（2011）
江苏省	江苏省科技进步一等奖（2014）
中华中医药学会	中华中医药学会科技进步一等奖（2012）
2020 全国医药经济信息发布会暨米房会年会	“十三五”中国医药科技标志性成果、“2020 中国医药·品牌榜”基层终端奖（2021）

资料来源：2021 年年报，华安证券研究所

3.4 骨科系列——筋骨止痛凝胶新进医保，腰痹通胶囊稳步增长

公司的骨科系列代表品种有腰痹通胶囊、复方南星止痛膏、淫羊藿总黄酮胶囊、抗骨增生胶囊等。

图表 26 抗感染系列产品

产品名称	商品图	适应症	优势
腰痹通胶囊		活血化瘀，祛风除湿，行气止痛。用于血瘀气滞、脉络闭阻所致的腰痛，症见腰腿疼痛，痛有定处、痛处拒按、轻者俯仰不便、重者剧痛不能转侧；腰椎间盘突出症见上述证候者。	中药独家品种、医保甲类、国家基药目录
复方南星止痛膏		散寒除湿，活血止痛。用于寒湿瘀阻所致的关节疼痛，肿胀，活动不利，遇寒加重	中药独家品种、医保甲类、国家基药目录
淫羊藿总黄酮胶囊		温阳补肾，强健筋骨。用于原发性骨质疏松，肾阳虚症，症见腰脊疼痛，腰膝酸软，形寒肢冷，下肢无力，夜尿频多，舌淡，苔薄白。	中药独家品种
抗骨增生胶囊		补腰肾，强筋骨，活血止痛。用于骨性关节炎肝肾不足、瘀血阻络证，症见关节肿胀、麻木、疼痛、活动	医保乙类
七味通痹口服液		补肾壮骨，祛风通痹。主治类风湿性关节炎证属肝肾不足、风湿阻络证。症见关节疼痛、肿胀、屈伸不利、腰膝酸软、硬结、晨僵、步履艰难、遇寒痛增、舌质淡或暗、苔薄白等	中药独家品种、医保乙类
筋骨止痛凝胶		活血理气，祛风除湿，通络止痛。	中药独家品种、医保乙类

资料来源：2021 年年报，公司官网，药品网，华安证券研究所

2020 年公司骨伤科产品**复方南星止痛膏**、**腰痹通胶囊**有较好的增长。2020 年 12 月 28 日，公司新获批的**中药创新药筋骨止痛凝胶**经谈判纳入《国家医保目录》，此次被纳入《国家医保目录》后，预计未来将对销售起到积极作用。2021 年骨伤科产品营业收入持续稳定增长，营业收入为 54,824.41 万元，同比增长 3.37%。

3.5 其他系列——参乌益肾片市场进一步开拓，未来发展可观

除了以上四个主要领域，公司还布局了治疗慢性肾衰竭、小儿多发性抽动症等相关的产品。其中，**参乌益肾片**在 2019 年新进医保之前基本无销售的情况下，2020 年销售收入过千万。

图表 27 其他系列产品

产品名称	商品图	适应症	优势
九味熄风颗粒		滋阴平肝，熄风化痰。用于轻中度小儿多发性抽动症属中医肾阴亏损，肝风内动证者。症见头、颈、五官及肢体自主抽动，喉中发出异常声音，舌红苔少，脉细弦。	中药独家品种、医保乙类
参乌益肾片		补肾健脾，活血利湿。用于改善慢性肾小球肾炎所致的慢性肾衰竭（代偿期、失代偿期和衰竭期）非透析患者气阴两虚兼湿浊证患者出现的恶心、呕吐、食少纳呆、口干舌燥、大便干结等。	中药独家品种、医保乙类
六味地黄软胶囊		滋阴补肾。用于肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，盗汗遗精。	—

资料来源：2021 年年报，公司官网，华安证券研究所

4 创新药物研发与上市后药物研究同步开展

4.1 先进药物研发体系打造优势创新药物

公司建立了国际先进的创新药物研发体系，通过“研发一代、规划一代”的合理布局，运用药物开发的先进技术，研制具有国内外领先水平、具有临床优势和特色的创新药物。同时，公司集成生命科学前沿技术，解码上市中药品种的物质基础及作用机制，持续提升已上市产品的生产全过程质量控制水平，并通过**上市后循证医学临床再评价**，阐明产品的临床优势和安全性，以期为上市品种的学术推广及临床合理用药提供支撑。在持续开展创新中药研发与上市品种技术提升的同时，公司在**化学药领域立足“创新为主，仿制为辅”**的理念，力争在重大疾病以及其它与公司销售模式相适应的疾病领域实现创新药物研发的突破。

公司整体科研及技术开发能力较强，目前共获得发明专利授权 547 件，拥有中药新药 52 个，在国内中药企业中处于领先地位。

图表 28 公司研发实力排名

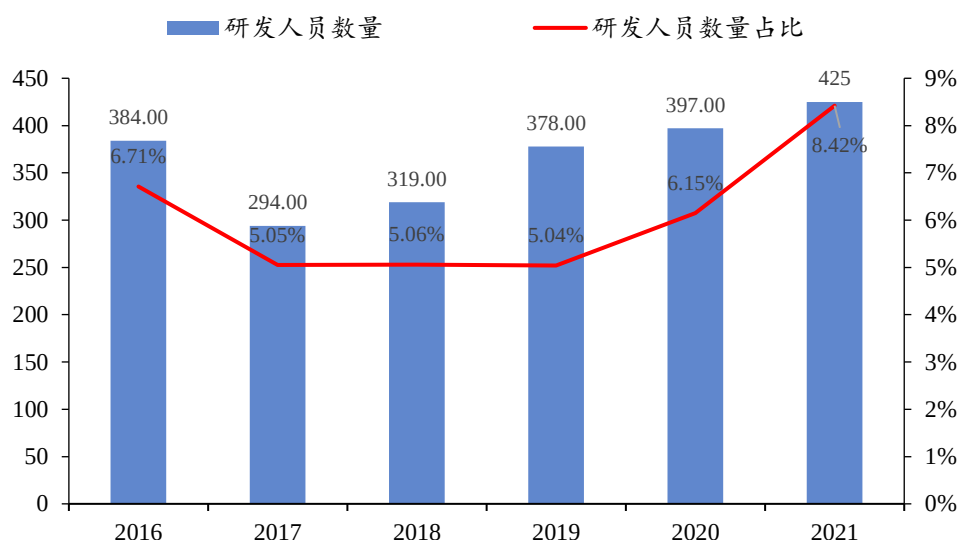
主办方	入选榜单
“2021 大健康产业高质量发展大会暨第六届中国医药研发·创新峰会”	“2021 中国中药研发实力排行榜”首位（第 6 次上榜，第 5 次夺冠）
“2020 年度国家科学技术奖励大会”	公司参与完成的《基于“物质-药代-功效”的中药创新研发理论与关键技术及其应用》项目获国务院颁发的“2020 年度国家科学技术进步二等奖”
中共中央组织部、中共中央宣传部、人力资源和社会保障部、科技部联合颁发	“全国杰出专业技术人才先进集体”
工信部中国医药工业信息中心主办的 2021 年（第 38 届）全国医药工业信息年会	“2021 年中国医药研发产品线最佳工业企业”
中国医药工业信息中心和农工党中央青年工作委员会联合主办的 2020 年（第 13 届）中国医药战略大会	“2020 年中国创新力医药企业”榜单第五位
2020 全国药店周暨中国医药工业百强年会 “	“中国中药企业 TOP100 排行榜”第 11 位 “
2019 年度中国医药企业社会责任优秀案例展示”	中国医药企业社会责任优秀项目”
中国中药产业高质量发展论坛（2020）暨第二届中国中药品牌建设大会	产品热毒宁注射液荣登“临床价值中成药品牌榜”

资料来源：2021 年年报，华安证券研究所

4.2 高素质研发团队助力企业高质量发展

公司拥有一支 **400 多名科研人员**组成的研究队伍，涵盖中药学、天然药物化学、药物化学、药剂学、药物分析、药理毒理和临床医学等专业领域，具有丰富的新药研制、中试放大研究及产业化经验，人员及专业配备合理。公司先后建设了国家博士后科研工作站、国家认定企业技术中心、中药制药过程新技术国家重点实验室、中成药智能制造国家地方联合工程研究中心等国家级科研平台，并与中科院上海药物研究所、中国药科大学、南京中医药大学、上海中医药大学、英国曼彻斯特大学生命科学学院、哈佛大学医学院等共建联合实验室，开展产学研深度合作，在自主创新的基础上，加强与国内外一流科研机构的协同创新。可以保证公司产品梯队的不断壮大和深入研究。

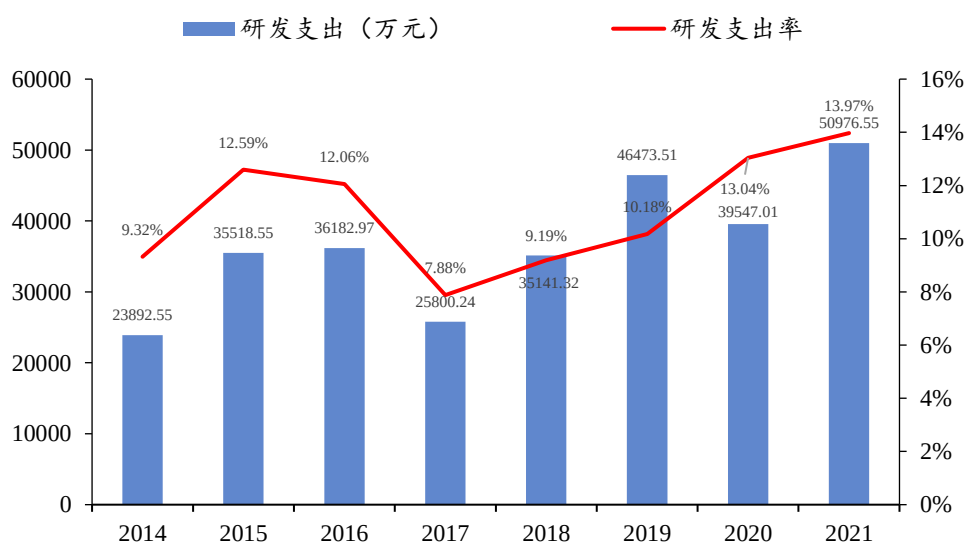
图表 29 公司历年研发人员数量



资料来源：Wind，2021 年年报，华安证券研究所

公司是通过科技、研发推动中药现代化的行业领军型企业，多年来始终以振兴国药为使命，积极实施创新驱动战略，**加大研发投入**，建立了国际先进的创新药物研发体系，**在新药证书、有效发明专利、承担国家重大科研项目的数量上均居行业领先水平**。

图表 30 公司历年研发支出



资料来源：Wind，2021 年年报，华安证券研究所

4.3 丰富在研管线为今后营收打造良好基础

公司目前在研中药新药 30 余项、化药创新药 10 余项，公司始终把提升研发实力作为重要战略之一，聚焦病毒感染性疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医药优势领域进行中药新药研发。公司目前在研的中药新药项目主要分布于妇儿科、心脑血管、骨伤、呼吸道感染、代谢等疾病领域，已形成了良好的研发管线，将为未来营收的增长打下基础。未来，公司将借助国家关于中医药传承创新发展和新药创制的各项利好政策，持续推进在研品种的快速产出，形成一批中药和化药新产品持续供给市场。

图表 31 新药研发基本情况

研发项目	药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发（注册）所处阶段
紫辛鼻鼈颗粒临床研究项目	紫辛鼻鼈颗粒	原中药 6 类	过敏性鼻炎	III 期临床研究
热毒宁颗粒临床研究项目	热毒宁颗粒	原中药 7 类	流感	II 期临床研究
参蒲盆炎颗粒临床研究项目	参蒲盆炎颗粒	原中药 6 类	盆腔炎性疾病后遗症	II 期临床研究
伤科天芍凝胶临床研究项目	伤科天芍凝胶	原中药 6 类	急性软组织损伤	II 期临床研究
麻杏止咳颗粒临床研究项目	麻杏止咳颗粒	原中药 6 类	支气管哮喘	II 期临床研究
六味地黄苷糖片临床研究项目	六味地黄苷糖片	原中药 5 类	更年期综合征	II 期临床研究
银杏二萜内酯滴丸临床研究项目	银杏二萜内酯滴丸	原中药 5 类	脑卒中恢复期	II 期临床研究
KYS202002A 项目	KYS202002A	生物制品 1 类	多发性骨髓瘤	临床前研究

资料来源：2021 年年报，华安证券研究所

已上市品种在研项目，包括效应物质基础和作用机制研究、循证医学研究、适应症拓展、中药品种国际药品注册研究等多个方面。

图表 32 已上市品种在研项目

研发项目	药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发（注册）所处阶段
银杏二萜内酯葡胺注射液研究项目	银杏二萜内酯葡胺注射液	中药 5 类	活血通络。用于中风病中经络（轻中度脑梗死），症见半身不遂，口舌歪斜，言语謇涩，肢体麻木等。	上市后再评价研究
热毒宁注射液研究项目	热毒宁注射液	原中药 2 类	清热、疏风、解毒。用于外感风热所致感冒、咳嗽，症见高热、微恶风寒、头痛身痛、咳嗽、痰黄；上呼吸	上市后再评价研究

			道感染、急性支气管炎见上述证候者。	
淫羊藿总黄酮胶囊 RCT 试验研究	淫羊藿总黄酮胶囊	中药 5 类	温补肾阳、强筋健骨。用于原发性骨质疏松症肾虚证，症见腰脊疼痛、腰膝酸软、形寒肢冷、下肢无力、夜尿频多，舌淡，苔薄白。	上市后再评价研究
龙血通络胶囊Ⅳ期 临床研究	龙血通络胶囊	中药 5 类	活血化瘀通络。用于中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期血瘀证。症见半身不遂，口舌歪斜，言语謇涩或不语，偏身麻木，脉弦或涩。	上市后再评价研究
金振口服液项目	金振口服液	原中药 3 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。	上市后再评价研究
九味熄风颗粒项目	九味熄风颗粒	中药 6 类	滋阴平肝，熄风化痰。用于轻中度小儿多发性抽动症属中医肾阴亏损，肝风内动证者。症见头、颈、五官及肢体不自主抽动，喉中发出异常声音，舌红苔少，脉细弦。	临床研究
桂枝茯苓胶囊美国 FDA 药品注册研究 项目	桂枝茯苓胶囊	/	用于原发性痛经。	临床研究

资料来源：2021 年年报，华安证券研究所

5 业绩拆分与投资建议

5.1 公司业绩拆分与估值对比

公司的主要品种包括注射剂、胶囊、口服液、片丸剂、贴剂、颗粒剂、冲剂、凝胶剂/眼膏剂和其他业务。其中 2021 年注射剂占整个生意贡献的 36%左右，胶囊占 26%左右、口服液占 18%左右，片丸剂占 8%左右，贴剂占 6%左右，颗粒剂、冲剂占 4%左右，凝胶剂占 0.17%，其他业务占 0.96%。

注射剂类产品中，热毒宁注射液为医保乙类产品，中药独家品种，并且入选多项指南，具有良好的放量基础，2020 年和 2021 年受疫情影响有一定下滑，随着后疫情时代的到来，预计销售收入会逐步回暖。银杏二萜内酯葡胺注射液进入医保后以量换价效应明显，随着进一步的放量以及深入县区市场，预计将来会有更好的发展。基于现有业务，我们给予注射剂类产品 20.15%/19.55%/18.93%的增速。

胶囊类产品中，桂枝茯苓胶囊为医保甲类产品，物质基础相对明确，功效成分和抗乳腺囊性增生、抗前列腺增生作用机制相对清晰，目前正在美国进行临床试验。天舒胶囊、腰痛通胶囊为医保甲类产品，银翘解毒软胶囊、散结镇痛胶囊、龙血通络胶囊、抗骨增生胶囊为医保乙类产品，基于丰富的产品管线和良好的放量基础，我们给予 13.35%/16.21%/15.01%的增速。

口服液产品中，金振口服液与七味通痹口服液均为医保乙类产品。金振口服液为公司三大品种之一，入选多项指南，在儿童感冒、急性支气管炎等症状中占有较高的市场份额，基于其良好疗效与口服液的市场前景，我们给予 40.65%/30.45%/27.32%的增速。

片丸剂类产品中，大株红景天片、参乌益肾片均为医保乙类产品，其中参乌益肾片在 2019 年新进医保之前基本无销售的情况下，2020 年销售收入过千万，随着市场进一步开拓，预计将来会有更高收入。基于现有业务，我们给予 26.33%/24.12%/22.05%的增速。

贴剂类产品中，复方南星止痛膏为医保甲类产品，销售收入保持较好增长，我们给予 10.12%/11.24%/10.05%的增速。

颗粒剂、冲剂类产品中，杏贝止咳颗粒为医保乙类产品，克服疫情的影响，市场进一步开拓。复方益母颗粒和九味熄风颗粒也为医保乙类产品，基于现有业务，我们给予 25.15%/26.35%/27.02%的增速。

凝胶剂/眼膏剂类产品中，筋骨止痛凝胶于 2020 年 12 月新进医保，预计将对销售起到积极作用，我们给予 100.00%/70.11%/60.76%的增速。

其他类的业务因占比较小，统一测算，给予 5.12%/8.33%/8.33%的增速。

图表 33 公司各模块收入预测

项目/时间	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	45.66	30.32	36.49	44.53	53.98	64.82
YoY	19.73%	-33.59%	20.33%	22.04%	21.21%	20.09%
毛利润	35.67	22.11	26.23	32.38	39.34	47.35
YoY	22.28%	-38.02%	18.63%	23.47%	21.50%	20.36%
毛利率	78.11%	72.90%	71.87%	72.71%	72.89%	73.05%
净利润	5.07	2.63	3.21	4.12	5.15	6.06
YoY	22.45%	-48.14%	21.92%	28.40%	24.87%	17.78%
注射剂						
收入	23.46	11.06	13.04	15.67	18.73	22.28
YoY	17.83%	-52.86%	17.90%	20.15%	19.55%	18.93%
毛利	19.14	8.59	9.83	11.88	14.20	16.89
毛利率	81.59%	77.65%	75.38%	75.82%	75.82%	75.82%
胶囊						
收入	10.05	9.33	9.71	11.01	12.79	14.71
YoY	23.46%	-7.16%	4.07%	13.35%	16.21%	15.01%
毛利	7.31	6.24	6.31	7.24	8.42	9.68
毛利率	72.76%	66.90%	64.98%	65.82%	65.82%	65.82%
口服液						
收入	6.10	3.98	6.66	9.37	12.22	15.56
YoY	25.26%	-34.75%	67.34%	40.65%	30.45%	27.32%

毛利	4.86	3.00	5.08	7.19	9.42	12.02
毛利率	79.67%	75.27%	76.28%	76.80%	77.06%	77.25%

片丸剂

收入	2.81	2.33	2.90	3.66	4.55	5.55
YoY	-5.07%	-17.08%	24.46%	26.33%	24.12%	22.05%
毛利	1.94	1.53	1.87	2.38	2.97	3.63
毛利率	69.04%	65.70%	64.67%	65.08%	65.24%	65.42%

贴剂

收入	1.86	2.24	2.38	2.62	2.92	3.21
YoY	5.08%	20.43%	6.25%	10.12%	11.24%	10.05%
毛利	1.49	1.90	2.00	2.22	2.47	2.71
毛利率	79.93%	84.82%	84.03%	84.55%	84.55%	84.55%

颗粒剂、冲剂

收入	1.13	0.90	1.37	1.71	2.17	2.75
YoY	130.61%	-20.35%	52.22%	25.15%	26.35%	27.02%
毛利	0.78	0.62	0.89	1.15	1.46	1.87
毛利率	68.72%	68.42%	64.96%	66.88%	67.52%	68.03%

凝胶剂/眼膏剂

收入			0.06	0.12	0.21	0.34
YoY				100.00%	70.11%	60.76%
毛利			0.05	0.11	0.18	0.30
毛利率			87.81%	87.81%	87.81%	87.81%

其他业务

收入	0.24	0.47	0.35	0.37	0.40	0.43
YOY	94.88%	94.88%	-26.30%	5.12%	8.33%	8.33%
毛利	0.15	0.23	0.19	0.21	0.23	0.25
毛利率	61.15%	47.94%	54.79%	56.26%	57.15%	58.03%

资料来源：公司年报，公司公告，华安证券研究所

综上，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 44.53 亿元，53.98 亿元，64.82 亿元，分别同比增长 22.0%、21.2%、20.09%，归母净利润分别为 4.12 亿元、5.15 亿元、6.06 亿元，同比增长 28.6%、24.9%、17.8%，对应的 PE 为 18.41X/14.75X/12.52X。

可比公司估值

基于公司的主营业务为中药，产品结构包含心脑血管领域、感冒呼吸领域、糖尿病领域、肿瘤领域等，并拥有院内、院外等多渠道销售，选取包括同仁堂、以岭药业、红日药业、济川药业、天士力、片仔癀等作为可比公司。截至 2022 年 03 月 22 日，可比公司 2021-2023 年平均 PE 为 41.47X/29.67X/24.50X，公司估值低于可比公司平均水平。

图表 34 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	600085.SH	同仁堂	561.89	12.79	15.17	17.90	43.93	37.04	31.39
2	002603.SZ	以岭药业	480.66	13.90	17.01	20.47	34.62	28.29	23.51
3	300026.SZ	红日药业	255.05	6.88	10.38	13.81	34.18	24.57	18.48
4	600566.SH	济川药业	212.74	16.64	19.57	21.49	15.12	10.87	9.90

5	600535.SH	天士力	218.65	17.42	13.26	14.71	12.55	16.49	14.86
6	600436.SH	片仔癀	1858.82	24.33	30.61	38.06	108.4	60.75	48.85
		行业平均					41.47	29.67	24.50
7	600557.SH	康缘药业	75.89	3.21	4.12	5.15	21.86	18.41	14.75

资料来源：Wind（一致预期，2022/03/22，康缘药业为华安证券预测），华安证券研究所

5.2 投资建议：

● 政策端加强中药扶持，中药市场表现良好

医药行业是我国国民经济的重要组成部分，与国人身心健康密切相关，具有较强的刚性需求，是典型的弱周期行业。国家大力鼓励行业发展，不断出台医药产业政策与配套措施，逐步推动医药行业朝着高质量、创新方向发展。其中，国家带量采购政策是近年来的重磅医药政策，该政策通过“以价换量”的原则，倒逼医药产业朝着创新方向升级，加快推进医药产业高质量发展。根据国家统计局数据显示，2020年医药制造业规模以上企业实现营业收入 24,857.3 亿元，同比增长 4.5%；实现利润总额 3,506.7 亿元，同比增长 12.8%。

从趋势上看，中药获批数量逐年上升，审批时长大致逐年缩短。2017 年-2022 年共获批 21 个中药新药，其中 2021 年共计获批 12 个，超过前几年之和。中药上市审批时间大致上呈逐年递减趋势，2022 年相比 2017 年缩短 92% 时长。

● 产品种类丰富，抗感染系列与心脑血管系列为公司主打产品

公司积极布局产品管线，产品治疗领域涵盖了呼吸、心脑血管病、妇科、骨伤科等临床多发、重大疾病领域，已形成较为丰富的产品群。其中呼吸领域的抗感染系列产品热毒宁胶囊、金振口服液市场表现良好，在疫情前的 2019 年，分别创造出年销量超过 5000 万支和年销量超过 1700 万盒的战绩，2020 年销量受疫情影响有一定比例下降，但随着后疫情时代到来逐渐回升。而在心脑血管领域，银杏二萜内酯葡胺注射液于 2019 年纳入国家医保目录，医保降价虽对该品种销售额和公司 2020 年营业收入产生了一定的影响，但该品种在疫情环境下的销售数量取得了较好的增长，2020 年销售量为 821.14 万支，同比增长 130.40%，2021 年销售量为 1,028.63 万支，同比增长 25.27%，已基本抵消医保降价带来的影响。以量换价效应明显，未来随着广阔市场的开发和现有医院的单产提高，前景可期。

● 积极研发创新药物，并持续开展已上市药物研究

公司整体科研及技术开发能力较强，目前共获得中药新药 52 个，发明专利授权 547 件，在国内中药企业中处于领先地位。公司积极研制创新药物的同时，还集成生命科学前沿技术，解码上市中药品种的物质基础及作用机制，持续提升已上市产品的生产全过程质量控制水平，并通过上市后循证医学临床再评价，阐明产品的临床优势 and 安全性，以期为上市品种的学术推广及临床合理用药提供支撑。在持续开展创新中药研发与上市品种技术提升的同时，公司还在化学药领域立足“创新为主，仿制为辅”的理念，力争在重大疾病以及其它与公司销售模式相适应的疾病领域实

现创新药物研发的突破。2021 年 11 月，公司研制的中药 1.1 类新药银翘清热片获批上市。银杏二萜内酯葡胺注射液研究项、桂枝茯苓胶囊美国 III 期临床试验等项目也在积极推进当中。

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 44.53 亿元，53.98 亿元，64.82 亿元，分别同比增长 22.0%、21.2%、20.09%，归母净利润分别为 4.12 亿元、5.15 亿元、6.06 亿元，同比增长 28.6%、24.9%、17.8%，对应的 PE 为 18.41X/14.75X/12.52X，我们看好公司“中药、化药、生物制药”集群发展。同时也看好公司院士级别的科研壁垒。公司后续中药创新药及化生药物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：

- 研发进度不及预期，中药研发相比化药和生物药较慢，研究入组需要一定的时间，存在入组不顺利，结果分析不明确等影响因素，并且新产品审批流程及周期存在不确定性。
- 市场开发进度不及预期，医院端及院外市场开发需要结合各地区政策完成开发流程，并且多数医院药事会的开展会有固定的时间节点，开发节奏存在不确定性。
- 药品销售不及预期，成熟市场推广存在增速缓慢的可能，新兴市场药品销售需要一定的市场导入期。
- 政策变化情况，医药市场受政策影响较大，申报流程变更、医保降价、集采降价等对于药品注册及放量存在政策性的不确定影响。

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2874	2819	3290	3916	营业收入	3649	4453	5398	6482
现金	937	294	187	168	营业成本	1025	1215	1463	1747
应收账款	732	893	1083	1301	营业税金及附加	61	74	90	108
其他应收款	12	14	17	21	销售费用	1583	1914	2313	2786
预付账款	32	38	46	55	管理费用	162	198	240	288
存货	338	401	483	576	财务费用	8	4	0	0
其他流动资产	822	1179	1473	1795	资产减值损失	1	-20	-20	-20
非流动资产	3144	3491	3813	4110	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	4	4	5	6
固定资产	2450	2504	2542	2565	营业利润	351	455	565	664
无形资产	283	311	330	339	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	407	672	937	1202	营业外支出	23	15	16	18
资产总计	6018	6311	7103	8026	利润总额	328	440	550	647
流动负债	1453	1329	1600	1910	所得税	4	23	29	34
短期借款	235	0	0	0	净利润	324	417	521	613
应付账款	321	336	405	483	少数股东损益	4	5	6	7
其他流动负债	898	993	1195	1427	归属母公司净利润	321	412	515	606
非流动负债	92	92	92	92	EBITDA	545	679	791	893
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.56	0.70	0.87	1.02
其他非流动负债	92	92	92	92					
负债合计	1545	1421	1692	2002					
少数股东权益	168	173	179	187					
股本	593	593	593	593					
资本公积	172	172	172	172					
留存收益	3540	3952	4467	5073					
归属母公司股东权	4304	4717	5231	5837					
负债和股东权益	6018	6311	7103	8026					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	908	334	622	701	成长能力				
净利润	321	412	515	606	营业收入	20.3%	22.0%	21.2%	20.1%
折旧摊销	191	251	267	282	营业利润	-0.1%	29.5%	24.2%	17.5%
财务费用	11	4	0	0	归属于母公司净利	21.9%	28.6%	24.9%	17.8%
投资损失	-4	-4	-5	-6	获利能力				
营运资金变动	385	-367	-194	-224	毛利率（%）	71.9%	72.7%	72.9%	73.0%
其他经营现金流	-60	817	749	872	净利率（%）	8.8%	9.3%	9.5%	9.4%
投资活动现金流	-297	-740	-729	-719	ROE（%）	7.4%	8.7%	9.8%	10.4%
资本支出	-142	-464	-454	-445	ROIC（%）	7.4%	8.3%	9.2%	9.6%
长期投资	-158	-282	-282	-282	偿债能力				
其他投资现金流	4	6	7	8	资产负债率（%）	25.7%	22.5%	23.8%	24.9%
筹资活动现金流	-443	-238	0	0	净负债比率（%）	34.5%	29.1%	31.3%	33.2%
短期借款	-254	-235	0	0	流动比率	1.98	2.12	2.06	2.05
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.72	1.79	1.73	1.72
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-3	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.71	0.76	0.81
其他筹资现金流	-187	-4	0	0	应收账款周转率	4.98	4.98	4.98	4.98
现金净增加额	169	-644	-107	-19	应付账款周转率	3.20	3.62	3.62	3.62

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	0.56	0.70	0.87	1.02	P/E	21.86	18.41	14.75	12.52
每股经营现金流	1.53	0.56	1.05	1.18	P/B	1.69	1.61	1.45	1.30
每股净资产	7.26	7.96	8.82	9.85	EV/EBITDA	12.02	10.74	9.36	8.31

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

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。