

连花出海市场可期，中药创新持续推进

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 连花清瘟胶囊2021年收入突破40亿元，已在海外超30个国家注册，海外市场拓展打开成长空间；2) 心脑血管2021收入45.3亿元，逆势增长44.8%，三大拳头产品市占率提升至17.8%，预计未来三年将维持15%的增长；3) 创新研发力度加大，6项中药品种逐步上市，形成创新产品梯队。连花清咳、解郁除烦胶囊和益肾养心安神片三个新品种有望放量增长。
- 连花系列品牌树立，国际化打开海外市场。**连花清瘟在2021上半年公立医疗市场中成药感冒用药销售排名位列第1名，成为零售市场感冒用药中成药第一大品牌，感冒用药/清热类市场2021年整体市场规模约310亿，同比下降10.8%，2021年连花清瘟胶囊在感冒用药/清热类销售额在零售终端排名第2位，市场占有率为6.6%。新冠防疫常态化，连花清瘟列入防疫指南，随着产品品牌树立，随着药店购药限制放开，有望进一步实现反弹。公司已在30多个国家和地区布局注册工作，2021年海外销售收入达到2.4亿元，连花清瘟胶囊的国际化进程也在不断推进中。连花清咳片2020年5月上市，2020年纳入医保目录，与连花清瘟形成合力治疗新冠，有望凭借连花系列品牌优势持续放量增长。
- 心脑血管产品逆势增长，市占率逐步提升。**公司在心脑血管2021收入45.3亿元，逆势增长44.8%。通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊在2021上半年公立医疗市场中成药心血管疾病内服用药排名中，分别排名第2名、第5名和第9名。根据米内网，三款产品在2021年上半年公立医疗市场中成药心血管疾病用药市场份额提升至17.8%。随着人口老龄化，院内端心脑血管口服中成药稳定增长，2021H1院内口服心脑血管用药增长14%，心脑血管类口服中成药份额提升至57.5%，2015-2020CAGR达到5.9%。2021年零售端心脑血管中成药市场规模达到190亿，同比增长17.6%，2017-2021年复合增长8.8%。零售端心脑血管中成药市场集中度亦呈现提升趋势。
- 研发投入加大，新品种贡献业绩弹性可观。**津力达颗粒在2021上半年公立医疗市场中成药糖尿病用药销售排名位列第2名，市占率为10.8%。2021年上市治疗轻、中度抑郁症的解郁除烦胶囊，治疗失眠症的益肾养心安神片预计2022年有望进入医保。6项中药正在开展临床研究，拓展精神类疾病新产品领域，有望成为公司新的业务增长点，小儿连花清感颗粒获批临床，目前正在开展II期临床研究。三个新品种均通过随机对照临床试验数据获批上市，为临床推广提供扎实的依据，从中长期来看，连花清咳片定位在咳嗽大市场里有望成为十亿品种。解郁除烦胶囊可对标康弘的舒肝解郁胶囊（终端销售规模约5亿）成为5-10亿品种。
- 盈利预测与评级。**公司在呼吸和心脑血管市场根基扎实，老品种持续稳健增长。第二梯队品种津力达、八子补肾、夏荔芪芷处在高速增长期，近两年上市的三个新品种连花清咳片、解郁除烦胶囊、益肾养心安神片也即将放量，奠定持续增长基础。总体来看，公司品牌优势树立叠加新品放量增长，2022-2024年利润复合增速为22.6%，我们给予公司2022年30倍PE，目标价29.1元，给予“买入”评级。
- 风险提示：**研发进度不及预期、新品推广不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10116.79	11682.72	13492.75	15794.90
增长率	15.19%	15.48%	15.49%	17.06%
归属母公司净利润（百万元）	1343.86	1621.92	1994.08	2477.62
增长率	10.27%	20.69%	22.95%	24.25%
每股收益EPS（元）	0.80	0.97	1.19	1.48
净资产收益率ROE	14.79%	17.25%	20.34%	23.99%
PE	32	27	22	18
PB	4.80	4.64	4.45	4.22

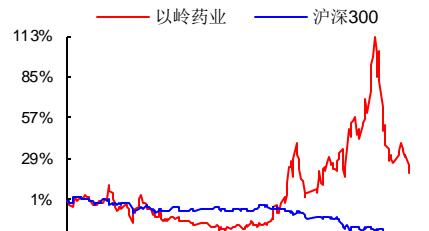
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

联系人：阮雯
电话：021-68416017
邮箱：rw@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	16.71
流通A股(亿股)	13.76
52周内股价区间(元)	15.62-42.01
总市值(亿元)	393.45
总资产(亿元)	129.84
每股净资产(元)	5.36

相关研究

目 录

1 公司概况：络病理论承上启下，创新中药迎帆启航.....	1
1.1 中药企业的成长之路.....	1
1.2 营收持续高速增长.....	2
1.3 实际控制人创立络病理论.....	4
2 中药板块多领域强势发力，营业额再创新高.....	5
2.1 心脑血管领域.....	5
2.2 呼吸感冒领域.....	9
2.3 糖尿病及抗肿瘤领域.....	13
2.4 神经精神领域.....	15
3 长期：国际化与创新投入加大，大健康转型值得期待.....	16
3.1 持续不断强化研发能力	16
3.2 国际化战略进展顺利.....	23
3.3 品牌优势延伸大健康领域.....	24
4 盈利预测与估值.....	25
4.1 收入预测与主要品种分析.....	25
4.2 相对估值.....	26
5 风险提示	26

图 目 录

图 1: 公司主营业务	1
图 2: 中药板块产品矩阵	2
图 3: 公司营业收入快速增长	3
图 4: 归母净利润快速增长	3
图 5: 公司各项主营业务收入情况 (单位: 亿元)	3
图 6: 公司各项收入占比	3
图 7: 毛利率及净利率变化情况	4
图 8: 四费率变动情况	4
图 9: 截至 2020 年 6 月末股权结构	4
图 10: 络病理论体系	5
图 11: 2021 年公司心脑血管类药的收入、毛利 (亿元)	5
图 12: 主要心脑血管类收入占比	5
图 13: 2020H1 中国城市公立、县级公立市场中成药 (口服) 心血管疾病用药市场份额	6
图 14: 主要产品在中国城市公立、县级公立市场中成药 (口服) 心血管疾病用药市场份额变化	6
图 15: 1990-2016 年中国城市居民主要疾病死亡率变化	9
图 16: 1990-2016 年中国农村居民主要疾病死亡率变化	9
图 17: 65 岁以上人数及其占比变化	9
图 18: 2016 年中国城市地区不同性别年龄人群脑血管病死亡率	9
图 19: 连花清咳片与连花清瘟胶囊互相补充	11
图 20: 连花清咳片临床试验	12
图 21: 抗感冒类药物收入及增速 (亿元)	13
图 22: 主要业务占总收入的比重趋势	13
图 23: 2021 上半年中国城市公立、县级公立市场中成药感冒用药市场份额	13
图 24: 公立医疗中成药头部产品市场份额	13
图 25: 化药板块总体研发情况	17
图 26: 化药临床新药研发情况	18
图 27: 2020 年样本医院镇痛药市场份额	18
图 28: 苯胺洛芬为联苯乙酸改构分子	18
图 29: 2020 年样本医院脑血管病用药格局	20
图 30: 样本医院丁苯酞市场规模 (亿元)	20
图 31: 2020 年样本医院帕金森病用药格局	22
图 32: 公司生物新药 BIO-008 已立项	22
图 33: 海外营销网络的布局	23
图 34: 大健康产品列阵	24
图 35: 连花品牌系列产品	24
图 36: 健康饮品历年营收情况	25

表 目 录

表 1: 呼吸和心脑血管类多个品种市场份额名列前茅	2
表 2: 主要心脑血管用药特点	6
表 3: 通心络胶囊被收录的诊疗指南与专家共识、书籍、权威期刊	7
表 4: 参松养心胶囊相关收录的诊疗指南、专家共识和书籍	7
表 5: 茂房强心胶囊相关收录的诊疗指南、专家共识和书籍	8
表 6: 呼吸感冒类公司主要产品	9
表 7: 连花清瘟胶囊/颗粒相关收录的诊疗指南、专家共识	10
表 8: 2020 上半年中国公立医疗市场中成药糖尿病用药销售收入 TOP5	14
表 9: 津力达颗粒被入选指南情况	14
表 10: 已获批准进入临床的中药品种研发进展	16
表 11: 临床研究课题及进度	16
表 12: 循证医学研究结果及发布情况	16
表 13: 国内在研镇痛药物	19
表 14: XY0206 对标药物基本情况	20
表 15: 缺血性脑卒中国内在研药物	21
表 16: 分业务收入及毛利率	26
表 17: 可比公司估值	26
附表: 财务预测与估值	27

1 公司概况：络病理论承上启下，创新中药迎帆启航

1.1 中药企业的成长之路

中药产品为核心，化生药+大健康产业协同发展。公司成立于 2001 年，致力于中成药的研发、生产和销售。公司以独创的络病理论为指导，储备 100 多种院内制剂，为新药上市奠定基础。目前上市 11 个专利新药涵盖了心脑血管、呼吸、肿瘤、糖尿病等七大领域，近年来，公司以专利中药为基础，大力布局化药和大健康新业务板块，形成了中药+化药+大健康协同发展的健康医药产业格局。

图 1：公司主营业务



数据来源：公司公告，西南证券整理

- **中药板块：**通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊是公司的三个独家专利中药，覆盖了心脑缺血、心律失常、心衰这三个最常见的适应症。连花清瘟胶囊是唯一获得国家科技进步二等奖的治疗感冒呼吸疾病的专利中药，在本次疫情防控中发挥了重要作用。另外，还有糖尿病领域的专利新药津力达，肿瘤领域的养正消积胶囊以及神经系统新上市解郁除烦胶囊、益肾养心安神片。此外在儿科、妇科、泌尿消化、骨关节及呼吸系统等方面也实现了产品覆盖。公司产品一共有 8 个列入国家医保目录，5 个列入国家基本药物目录。
- **化药板块：**化药一类新药苯胺洛芬注射液已经结束三期临床，正准备筹备 NDA，另有三款药物处于 1 期临床。仿制药方面，公司已有 12 个 ANDA 产品获得 FDA 批准上市，阿昔洛韦片等 4 个产品进入国内注册优先审评程序，环丙沙星片等 4 个产品通过国内一致性评价。生物药聚焦肿瘤抗体药物研发，目前治疗胃癌的 BIO-008 已立项。
- **大健康板块：**公司已有 400 多种健康产品上市，连花呼吸防护系列涵盖消毒杀菌、防护、清菲、养正等健康产品，其中连花清菲饮料、连花古茶、连花泡沫抑菌市场潜力巨大。营养保健、营养食品、中药饮片、健康家居、日化用品等品类架构也初具雏形。

图 2：中药板块产品矩阵



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：呼吸和心脑血管类多个品种市场份额名列前茅

品种		适应症	市场地位	医保
呼吸系统类	连花清瘟胶囊/颗粒	抗病毒	中成药感冒市场排名第一，市场份额 9.9%	全国医保甲类
	连花清咳片 (2020 年上市)	咳嗽	/	全国医保乙类
心脑血管类	通心络胶囊	冠心病心绞痛	中成药心脑血管排名第二，市场份额 7.5%	全国医保甲类
	参松养心胶囊	冠心病室性早搏	中成药心脑血管排名第五，市场份额 5.6%	全国医保甲类
	芪苈强心胶囊	心力衰竭	中成药心脑血管排名第 11，市场份额 2%	全国医保甲类
其他	津力达	糖尿病	中成药糖尿病排名第三，市场份额 7.9%	全国医保乙类
	八子补肾	补肾	/	无
	夏荔芪	列腺增生、前列腺炎	/	全国医保乙类
	养正消积胶囊	肝癌术后辅助	/	全国医保乙类
	解郁除烦胶囊 (2021 年上市)	轻、中度抑郁症	排名第一的舒肝解郁终端销售约 5 亿元	无
	益肾养心安神片 (2021 年上市)	失眠症	/	无

数据来源：公司公告，西南证券

1.2 营收持续高速增长

近五年营收和归母净利润保持高速增长。公司营业总收入在 2015-2021 年保持 21.3% 的复合增长率。公司 2021 年营业收入为 101.2 亿元，同比增长 15.2%。2015-2021 年归母净利润的复合增速达到 19.7%，2021 年归属母公司股东的净利润 12.7 亿元，同比增长 8.6%。2022 年 Q1 实现归母净利润 4.84 亿元，同比较 2020 年 Q1 下降 28.2%，主要系 2021 年一季度连花清瘟胶囊形成高基数，预计二三四季度增速有望加速。

图 3：公司营业收入快速增长


数据来源：公司公告，西南证券整理

心血管与抗感冒药为两大核心业务。公司主营领域为心脑血管类疾病药物和抗感冒类药物，其中 2021 年心脑血管药收入为 45.4 亿元，占比为 45%。通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊作为公司核心药物已成为我国心脑血管病临床用药市场的主导产品。抗感冒类药物收入为 41.1 亿元，占比为 41%，其中连花清瘟胶囊在本次疫情的防控治疗中被列入推荐用药名单。另外，治疗 2 型糖尿病的津力达和肿瘤领域的养正消积胶囊是公司其他主营业务收入的重要组成部分。

图 5：公司各项主营业务收入情况（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

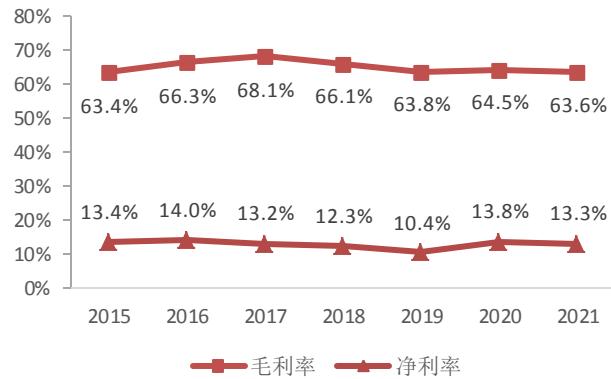
品牌力提升带来销售费用下降，研发投入逐年增加。公司 2021 年销售毛利率和净利率分别为 63.6% 和 13.3%，同比均有所下降。2021 年销售费用保持下降趋势，一方面原因在于新冠疫情期间收入快速增长、营销费用投入减少，另一方面也体现了公司产品逐渐得到认可，品牌力增强。公司现金充裕，财务费用率持续保持为负数。近年来公司持续加大研发投入，2021 年研发费用率为 7.1%，保持稳定。

图 4：归母净利润快速增长

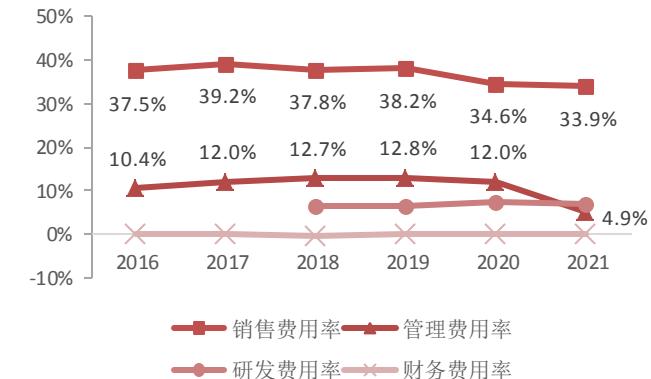

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司各项收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：毛利率及净利率变化情况


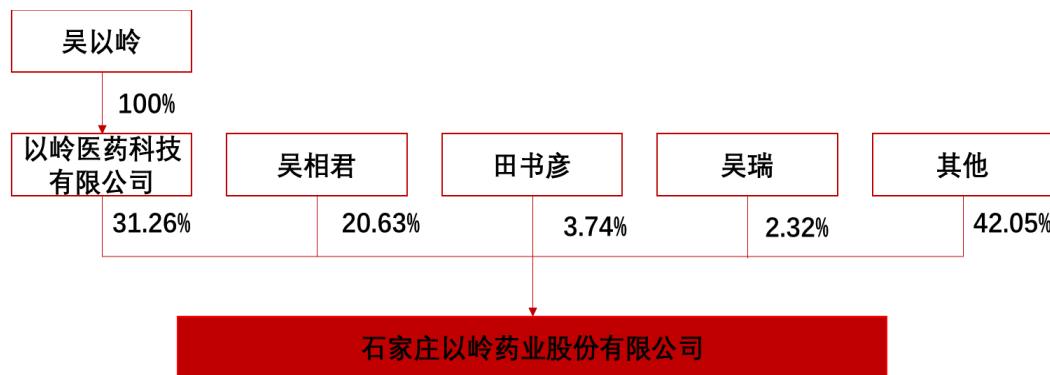
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：四费率变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 实际控制人创立络病理论

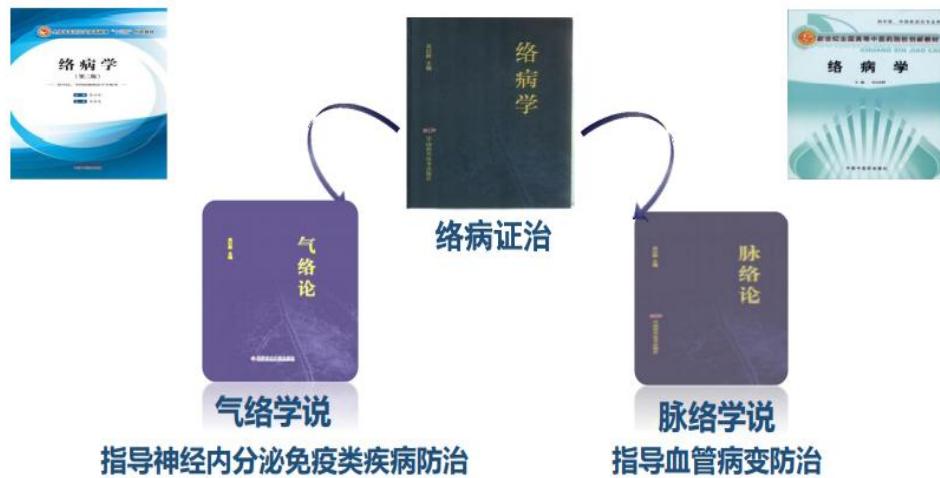
公司实际控制人为吴氏家族（吴以岭、吴相君和吴瑞），吴以岭通过以岭医药科技有限公司持有以岭药业 31.26% 的股份，吴相君和吴瑞分别直接持有 20.63% 和 2.32% 的股份，合计持有 54.21% 的股权。公司股权结构集中，促进公司长期稳健发展。

图 9：截至 2020 年 6 月末股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

吴以岭院士及其团队系统建立了由络病证治、脉络学说、气络学说共同构成的络病研究三大理论框架，为心血管疾病的治疗提供了新视角，“中医脉络学说构建及其指导微血管病防治”项目获得了国家科技进步一等奖，之后又获得 4 项国家科技进步二等奖、1 项国家技术发明二等奖，“中医络病诊疗方法”也因此入选国家级非物质文化遗产名录。另外，以络病理论为理论基础的《内科学》作为大学本科教材，对于公司的学术推广起到了很大的助推作用。

图 10：络病理论体系



数据来源：公司官网，西南证券整理

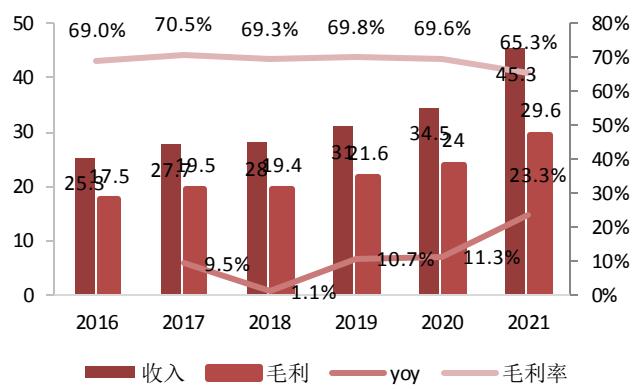
2 中药板块多领域强势发力，营业额再创新高

2.1 心脑血管领域

2.1.1 心血管产品收入稳步提升，行业市占率名列前茅

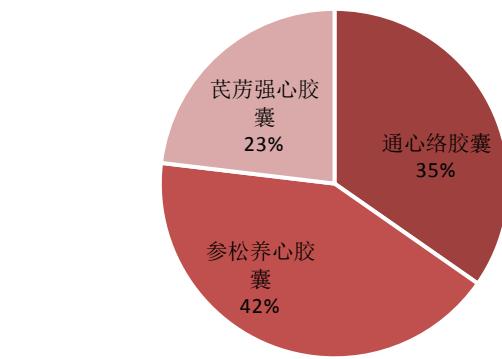
公司在心脑血管领域的核心药物包括通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊，适应症涵盖心血管疾病、脑血管疾病、心律失常、慢性心衰等。近年来心脑血管类药快速增长，2021年心脑血管类药收入达到45.3亿元。

图 11：2021 年公司心脑血管类药的收入、毛利（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：主要心脑血管类收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

心脑血管药物市场地位稳步提升。从医疗终端产品份额来看，公司的通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊在2018年度心血管疾病口服中成药销售收入市占率分别为5.7%、5.2%、1.9%。2020年上半年，通心络胶囊和参松养心胶囊市场份额均有不同程度的提升，

占比分别达 7.5%、5.6%，排名升至第 2 位和第 5 位，以岭药业的行业地位进一步增强和巩固。

图 13: 2020H1 中国城市公立、县级公立市场中成药（口服）心血管疾病用药市场份额

排名	产品名称	市场份额
1	复方丹参滴丸	9.31%
2	通心络胶囊	8.81%
3	麝香保心丸	7.59%
4	稳心颗粒	6.75%
5	参松养心胶囊	6.66%
6	银杏叶片	4.15%
7	银丹心脑通软胶囊	3.50%
8	速效救心丸	3.48%
9	芪苈强心胶囊	2.30%
10	银杏叶滴丸	1.98%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.2 心脑血管药物收到广泛认可

心脑血管类药物作为公司的重点根基领域，自第一款中成药通心络上市以来就持续赢得市场的好评，公司以络病理论为指导，共布局了通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三个创新专利中药，目前已成为治疗心脑缺血、心律失常、心力衰竭的一线用药，循证医学研究又为其良好疗效提供了科学的证据，三款独家心脑血管药均已成为国家医保甲类品种，国家基本药物目录品种，为公司业绩的持续稳健上升奠定了坚实的基础。

表 2：主要心脑血管用药特点

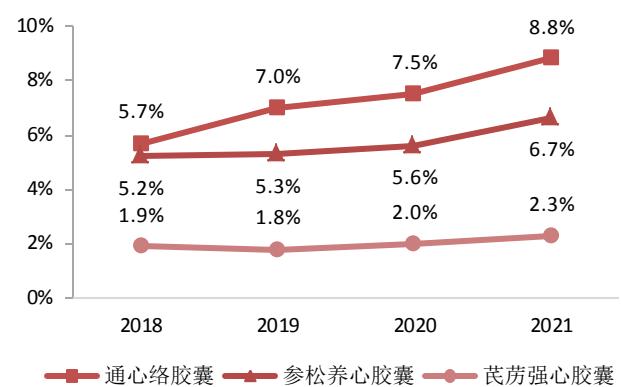
药物	适应症	特点	医保情况	中标价格	是否独家	奖项
通心络 胶囊	主治冠心病，绞痛、心肌梗死缺血性脑梗塞等	能减少阿司匹林的抵抗：能稳定易损斑块；能促进缺血心肌恢复	胶囊剂，甲类，全国医保品种	胶囊 26.37 元 (江苏)260mg	是	国家科技进步二等奖
参松养心 胶囊	用于治疗早搏、阵发性房颤、缓慢性心律失常	对快速型和缓慢性心律失常均能发挥疗效：调节心脏自主神经功能，发挥广谱抗心律失常作用；填补窦缓伴早搏世界药物治疗空白	胶囊剂，甲类，全国医保品种	胶囊：25.49 元 (江苏)400mg	是	国家科技进步二等奖
芪苈领心 胶囊	用于冠心病、高血压病所致轻、中度充血性心力衰竭	兼具强心、利尿、扩血管的作用：对心衰具有标本兼治的作用	胶囊剂，甲类，全国医保品种	胶囊：32.73 元 (江苏)300mg	是	

数据来源：公司官网，米内网，西南证券整理

➤ 通心络胶囊

通心络以其卓越疗效获得权威机构、专家学者的认可。通心络是以岭药业最早上市的药物，主要适应症为冠心病、脑梗死、糖尿病所致微血管病变等。作为公司心脑血管类药物之

图 14：主要产品在中国城市公立、县级公立市场中成药（口服）心血管疾病用药市场份额变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

首，其在心血管疾病市场的份额逐年增加，目前在口服中成药市场的市占率已突破 7%，位列第二，并且被列入国家医保甲类品种、国家基本用药目录品种。除了市场的认可外，通心络胶囊以其出色的疗效和科学的治疗机制也受到了学界的广泛认可，目前已被中华医学学会等权威协会以及相关治疗指南所推荐。同时著名的心血管病专家张运院士主持完成的 1212 例临床循证研究成果论文被收录在《自然》(《Nature》)子刊《科学报告》(《Scientific Reports》)，为临床医生药物选择提供了确切的临床依据。

表 3：通心络胶囊被收录的诊疗指南与专家共识、书籍、权威期刊

类别	单位	文件名称
诊疗指南 与专家共识	中华医学会	《冠脉微血管疾病诊断和治疗的中国专家共识》2017 《冠状动脉痉挛综合征诊断与治疗中国专家共识》2015
	中国中西医结合学会	《动脉粥样硬化中西医结合诊疗专家共识》2017 《急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识》2014 《慢性脑缺血中西医结合诊疗专家共识》2018
	中华中医药学会	《经皮冠状动脉介入治疗(PCI)术后胸痛中医诊疗专家共识》2014 《经皮冠状动脉介入治疗围手术期心肌损伤中医诊疗专家共识》2017
	中国老年医学会	《高龄老年(≥75岁)急性冠状动脉综合征患者规范化诊疗中国专家共识》2018
	国家卫健委	《冠心病合理用药指南》2018
	中国中西医结合学会神经科专业委员会	《中国脑梗死中西医结合诊疗指南》2016
书籍	中国中医药出版社	《中西医结合内科学》(新世纪第三版)
权威期刊	《Nature》(子刊《Scientific Reports》)	《Carotid artery plaque intervention with Tongxinluo capsule (CAPITAL): A multicenter randomized double-blindparallel-group placebo-controlled study》 2019

数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 参松养心胶囊

参松养心胶囊是首次应用络病理论探讨心律失常发病规律与治疗的独家新药，它拥有三个“唯一”，即是唯一获得国家科技进步二等奖的治疗心律失常的中成药，唯一经实验证实具有多离子通道和非离子通道整合调节作用的治疗心律失常药物，我国唯一经循证医学研究证实，具有整合调节、快慢兼治心律失常的中成药。参松养心胶囊的良好疗效被多次临床循证试验研究充分证实，其被列入国家卫健委“十三五”规划教材第 9 版《内科学》心律失常用药，被《中国房颤专家共识-2015》推荐为维持窦性心律的首选中成药，是《室性心律失常中国专家共识-2016》唯一推荐治疗室性早搏的中成药，受到广大医生和患者的好评。

表 4：参松养心胶囊相关收录的诊疗指南、专家共识和书籍

类别	单位	文件名称	内容
诊疗指南 与专家共识	中华医学会电生理和起搏分会	《中国房颤专家共识-2015》	维持窦性心律的首选中成药
	中华医学会心电生理和起搏分会、中国医师协会心律学专业委员会	《室性心律失常中国专家共识-2016》	唯一推荐治疗室性早搏的中成药
	中华医学会心电生理和起搏分会、中国医师协会心律学专业委员会	《室性心律失常中国专家共识-2020》	推荐将参松养心胶囊用于未合并或合并结构性心脏病的症状性室性早搏、心力衰竭合并室性心律失常、窦性心动过缓合并室性早搏

类别	单位	文件名称	内容
国家卫生计生委、中华医学会心血管病专业委员会、中国药师协会	国家卫生计生委	《冠心病合理用药指南》(第2版)2018	的治疗,同时将证据级别提升为A级 被纳入其中
	国家卫生计生委	《心律失常合理用药指南》	被纳入合理用药
	人民卫生出版社	全国高等学校教材:《内科学》	被新版教材中“心房颤动”、“室性心律失常”等章节推荐为治疗用药
书籍			

数据来源:公司公告,西南证券整理

➤ 茖苈强心胶囊

芪苈强心胶囊是我国首个经循证医学研究证实的标本兼治慢性心衰的专利中成药,具有治疗心力衰竭强心药、利尿药、血管紧张素转换酶抑制剂(ACEI)、 β 受体阻滞剂四类西药的联合用药优势,受到国内外医学界的广泛关注和认可。其研究成果被发表于国际心血管领域最具影响力的《美国心脏病学会杂志》上,在国内,芪苈强心胶囊被《中国心力衰竭诊断和治疗指南2018》、《中国扩张型心肌病诊断和治疗指南(2018版)》等多个权威指南收录,证明了其良好疗效。

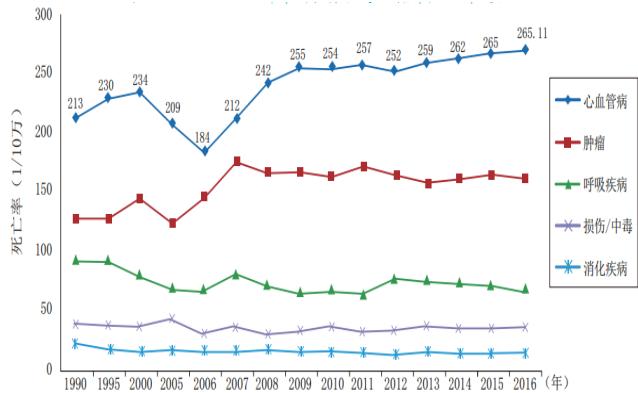
表5: 茖苈强心胶囊相关收录的诊疗指南、专家共识和书籍

类别	单位	文件名称	内容
诊疗指南与专家共识	中华医学会心血管病分会	《中国心力衰竭诊断与治疗指南2014》	首次唯一推荐的复方中药
	中国中西医结合学会	《慢性心力衰竭中西医结合诊疗专家共识》2014	推荐为首选中成药
	中华医学会	《中国扩张型心肌病诊断和治疗指南(2018版)》	首次唯一推荐的复方中药
	中华医学会心血管病学分会 心力衰竭学组、中国医师协会 心力衰竭专业委员会	《中国心力衰竭诊断和治疗指南2018》	被收录其中,成为新指南唯一推荐中成药
权威期刊	《美国心脏病学会杂志》	《随机、双盲、安慰剂平行对照评价芪苈强心胶囊治疗慢性心衰患者有效性与安全性的多中心临床试验》	与对照组相比,芪苈强心胶囊可显著降低慢性心衰患者血清N-末端脑钠肽前体(NT-proBNP)水平,增加患者6 min步行距离,改善患者症状和生活质量,提高患者左室射血分数(LVEF),降低复合终点事件发生率。

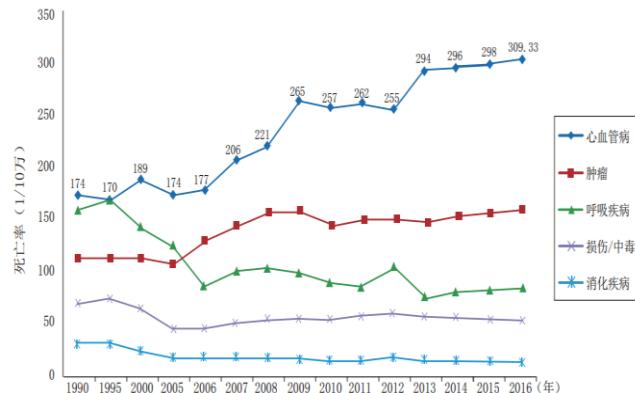
数据来源:公司公告,西南证券整理

2.1.3 人口老龄化带来心脑血管市场快速发展

心血管病死亡率位于各类疾病之首,且呈现逐年上升趋势。据《中国心血管病报告2018》统计,1990年心血管病死亡率在城市和农村分别达213/10万和174/10万,2016年心血管病死亡率在城市和农村分别达265.11/10万和309.33/10万,年复合同比增速分别达1.3%和3.4%,在总量和增速方面都远超肿瘤、呼吸疾病等常见病种,农村居民的心血管疾病发病率增速较大,城市地区增速相对平缓,因此,农村地区将成为未来心血管疾病药物的重点开拓市场。

图 15: 1990-2016 年中国城市居民主要疾病死亡率变化


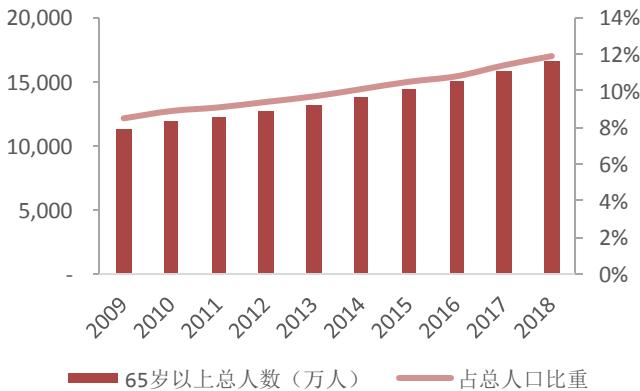
数据来源:《中国心血管病报告 2018》, 西南证券整理

图 16: 1990-2016 年中国农村居民主要疾病死亡率变化


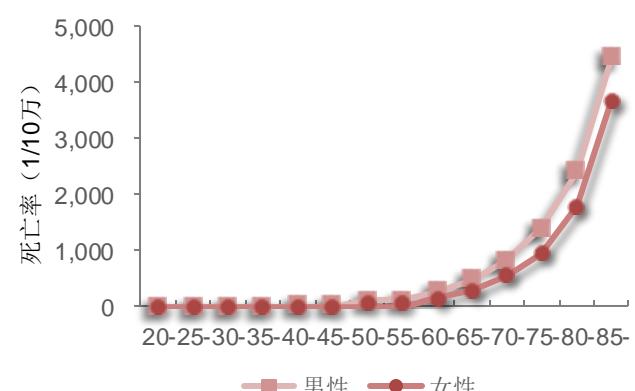
数据来源:《中国心血管病报告 2018》, 西南证券整理

心脑血管疾病死亡率随年龄增长而增长, 人口老龄化带来心脑血管潜在市场快速增长。

据《中国人口和就业统计年鉴》统计, 据《中国心血管病报告 2018》统计, 65 岁以后, 脑血管死亡率大大增加, 呈现指数增长态势。城市和农村地区 65 岁以上男性的脑血管疾病死亡率均已突破 400/10 万。老龄化趋势增长了老年人口总数, 心脑血管药物在未来的潜在需求将会被释放。

图 17: 65 岁以上人数及其占比变化


数据来源:《中国人口和就业统计年鉴》, 西南证券整理

图 18: 2016 年中国城市地区不同性别年龄人群脑血管病死亡率


数据来源:《中国心血管病报告 2018》, 西南证券整理

2.2 呼吸感冒领域

公司的抗感冒类药物主要是连花清瘟, 2020 年 5 月创新专利中药连花清咳胶囊上市, 适应症为急性气管、支气管炎, 扩大了公司在抗感冒领域的治疗范围, 多元化协同效应初显。

表 6: 呼吸感冒类公司主要产品

药物	适应症	特点	医保情况	中标价格	是否独家	奖项
连花清瘟 胶囊/颗粒	感冒、流感 早期	广谱抗病毒; 抑菌抗炎; 退热 止咳化痰; 调节免疫功能、提 高康复能力	(1) 胶囊剂, 甲类, 全国医保 品种 (2) 散剂、颗粒剂, 甲类, 全 国医保品种	(1) 胶囊: 11.09 元(宁 夏)350mg (2) 颗粒: 23.57 元 (江苏) 6g	是	国家科技 进步二等 奖

药物	适应症	特点	医保情况	中标价格	是否独家	奖项
连花清咳 胶囊	急性气管、 支气管炎	广谱抗病毒、抑菌，镇咳化痰， 解痉平喘，解热抗炎，并可发 挥免疫调节作用	-	-	是	国家科技 进步一等 奖

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.1 学术成果荐连花，抗疫之星渐升起

连花清瘟胶囊/颗粒是首次应用络病理论探讨外感温热病发病规律与治疗，指导研发的专利新药，因其治疗感冒、流感早期症状的效果尤为突出，不仅对甲型 H1N1、H3N2、禽流感 H7N9、乙型流感病毒等流感病毒具有杀灭作用，而且对其他多种传染病病原体如副流感病毒、SARS、手足口病病毒、疱疹病毒等也有明显抑制作用，成为唯一获得国家科技进步二等奖的治感冒抗流感的专利中成药。

表 7：连花清瘟胶囊/颗粒相关收录的诊疗指南、专家共识

部门	文件
卫生部	《人流感诊疗方案》2005
中医药管理局	《灾后疾病防治指导意见》2008
卫生部	《人感染甲型 H1N1 流感诊疗方案》2009
卫生部	《流行性感冒诊断与治疗指南》2011
中医药管理局	《乙型流感中医药防治方案》2012
卫计委	《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案》2013
中医药管理局	《中医药治疗埃博拉出血热指导用药》2014
卫计委	《中东呼吸综合症病例诊疗方案》2015
卫健委	《流行性感冒诊疗方案 (2018 年、2019、2020 版)》
卫健委、中医药管理局	《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案 (试行第四/五/六/七/八/九版)》2020/2022

数据来源：公司公告，西南证券整理

经受临床检验，连花清瘟获得市场的认可。由于连花清瘟在我国发生的病毒性重大公共卫生事件中都发挥了重要的作用，为各种流感疾病提供了新的用药方案和指导建议，其获得了 20 余次国家层面治疗方案的推荐，成为了我国应对病毒传染性公共卫生事件代表性药物。在本次新冠疫情期间，连花清瘟表现突出，被多个省市列为新冠防治的推荐用药，并且在原批准的适应症基础上，又增加了“新型冠状病毒肺炎轻型、普通型”的新适应症。国家卫生健康办公厅继续将连花清瘟列入《流行性感冒诊疗方案 (2020 年版)》，在轻症辩证治疗方案中，连花清瘟被推荐为常用中成药以治疗风热犯卫、表寒里热和热毒袭肺三种流行性感冒疾病。

治疗新冠临床研究证据充分，效果显著。疫情期间，多个权威学术研究成果证实了连花清瘟对于新冠患者的突出治疗效果。3 月 20 日，《连花清瘟对新型冠状病毒具有抗病毒、抗炎作用》的研究论文发表在《药理学研究》(Pharmacological Research) 上，研究证实了连花清瘟可以显著抑制新冠病毒在细胞中的复制并减少宿主细胞的细胞因子释放，从而发挥其抗新型冠状病毒活性的作用。5 月 16 日，“Efficacy and Safety of Lianhuqingwen Capsules, a repurposed Chinese Herb, in Patients with Coronavirus disease2019: A multicenter, prospective, randomized controlled trial”发表在了《植物医学》(Phytomedicine)

上，这篇论文的通讯作者是钟南山。实验证明了连花清瘟胶囊可明显改善 COVID-19 患者发烧、疲劳和咳嗽的症状，缩短症状的恢复时间，从影像学角度观察，CT 影像异常的新冠患者在接受连花清瘟治疗后，改善率明显高于对照组。连花清瘟确切的基础实验和临床研究证据，2020 年 4 月 12 日，国家药品监督管理局批准连花清瘟胶囊/颗粒在原批准适应症的基础上，增加“在新型冠状病毒性肺炎的常规治疗中可用于轻型、普通型引起的发热、咳嗽、乏力”等内容。

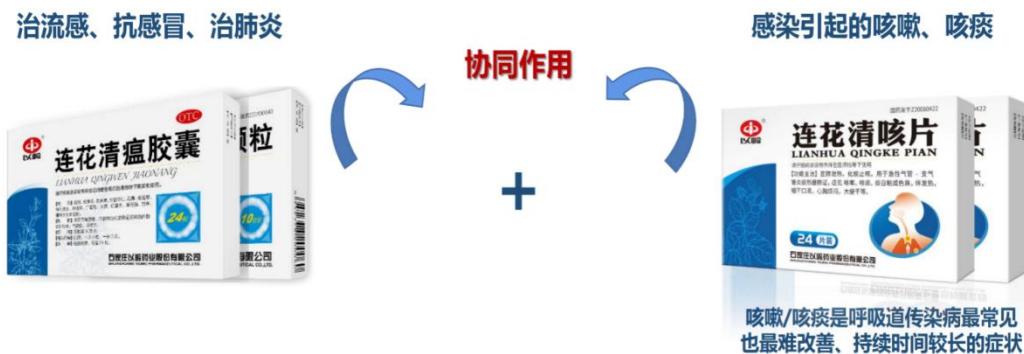
第一大感冒药市场龙头地位确立，后疫情时代仍有望持续贡献增量。连花清瘟产品在疫情防控中发挥了重要作用，不仅带动了产品销量的大幅增长，而且从结构上增加了对空白市场的覆盖，品牌影响力明显提升，市场需求旺盛，已成为很多家庭的常备用药，为其未来增长提供动力。2020 年公司连花清瘟产品实现销售收入 42.56 亿元，同比增长 149.89%。中康资讯数据显示，连花清瘟产品在零售终端感冒用药/清热类产品市场份额由 2017 年的 2.44% 增长至 2020 年的 9.86%，成为零售市场感冒用药中成药第一大品牌。

海外市场仍然具有巨大潜力。随着国内疫情态势逐步好转，在国际上，以连花清瘟为代表的中医药也成为海外媒体眼中防疫的热点药物，2022 年年初在香港抗疫过程中发挥重要作用。截止目前，连花清瘟作为药品在印度尼西亚、莫桑比克、泰国、厄瓜多尔、新加坡、老挝、菲律宾、科威特、毛里求斯、乌干达、蒙古、津巴布韦、乌兹别克斯坦、中国香港、中国澳门等多个国家和地区完成注册，作为膳食补充剂、保健品类在俄罗斯、巴西、罗马尼亚、吉尔吉斯斯坦、乌克兰等国家完成注册，并积极布局 30 多个国家和地区的国际注册工作。

2.2.2 品牌强基，连花清咳前景广阔

2020 年 5 月 14 日，以岭药业上市了其感冒领域第二款创新专利中药——连花清咳。连花清咳具有有宣肺泄热，化痰止咳功效，可缓解患者咳嗽、咯痰、咽干口渴、心胸烦闷等症状，急性气管、支气管炎提供了新的治疗方案，有望成为继连花清瘟之后在感冒呼吸系统领域又一重磅品种，成为公司新的业务增长点。2020 年年底连花清咳片通过医保谈判进入医保，有望快速实现放量增长。2021 年 1 月份，石家庄和邢台市抗疫过程中，连花清咳片与连花清瘟片一起用于新冠治疗。

图 19：连花清咳片与连花清瘟胶囊互相补充



数据来源：公司公告，西南证券整理

临床效果好，与连花清瘟协同用于新冠治疗。根据《连花清咳颗粒治疗轻型、普通型新型冠状病毒肺炎临床疗效研究》中的临床试验数据来看，连花清咳片能够显著提高咳嗽症状的消失率。总体治疗组咳嗽症状消失率 90.6%，对照组仅为 64%。

图 20：连花清咳片临床试验



数据来源：贾振华，等.连花清咳颗粒治疗轻型、普通型新型冠状病毒肺炎临床疗效研究[J].中国实验方剂学杂志:1-8,
 西南证券整理

根据米内数据库数据显示，2019 年度中国城市公立、城市社区、县级公立、乡镇卫生止咳化痰平喘类内服中成药销售总额为 136.6 亿元，其中口服制剂 2019 年销售总额 115.10 亿元，相比 2018 年增长了 9.0%，增长速度稳健。庞大的止咳平喘药市场给连花清咳提供了便捷的入场通道和广阔的销售空间，再借助以岭药业在感冒领域实现的多功效覆盖而产生的协同效应和连花清瘟的品牌效应，连花清咳市场潜力空间可期。

2.2.3 化“疫”为能，连花清瘟长期放量空间打开

连花清瘟强劲增长态势延续，收入贡献稳健提高。2010 年至 2017 年期间，连花清瘟在总营收中的占比增减交替。2018 年受流感疫情影响，以岭药业削减其他药品生产，转产连花清瘟，其销售占比开始出现转折，首次突破 25%。2020 年新冠疫情爆发，作为新冠病毒的推荐用药，连花清瘟的需求量呈现爆炸式上升，公司 24 小时全生产线生产，2020 年收入全年突破 40 亿元，超过心血管药物，成为当期公司最大收入来源。2021 年疫情总体保持平稳，连花清瘟收入高位稳定，保持在 40 亿元以上。

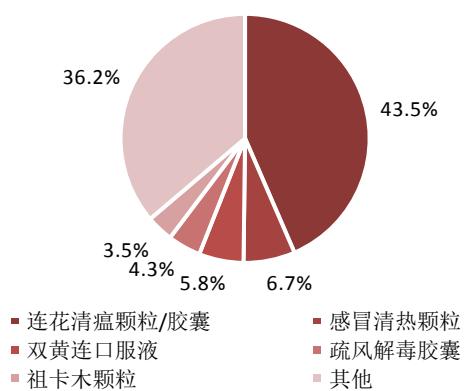
连花清瘟品牌优势树立，我们认为后疫情时代仍然有望持续贡献业绩，原因有下：①新冠疫情大大提升了人们对于传染性疾病的防控意识，连花清瘟将会成为家家户户的常备用药；②疫情提升了连花清瘟品牌以及以岭药业的知名度，这为公司连花系列产品的市场推广做好了铺垫。

图 21：抗感冒类药物收入及增速（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

从中成感冒药的市场份额来看，连花清瘟在中国城市公立、县级公立市场中连续两年拔得头筹，2018年市占率为14.6%，2021年继续上升至43.5%，并拉开与第二名的差距，确立了绝对领先的市场地位。由于抗感冒中成药的市场总额较大，但小品牌的数量众多，行业集中度不高，连花清瘟市占率的上升空间依旧很大，有望在未来实现进一步的突破。

2021年连花清瘟胶囊在零售终端感冒用药/清热类位居TOP1，相较于2019年的第四名大幅提升。虽然疫情是连花清瘟实现飞跃的直接原因，但疫情的间接冲击以及后疫情对的延续将会给连花清瘟带来更深远持久的影响。

图 23：2021上半年中国城市公立、县级公立市场中成药感冒用药市场份额


数据来源：公司公告，西南证券整理

在国际市场上，连花清瘟胶囊是全球第一个获得美国FDA批准开展二期临床研究的大复方中药，公司还积极引入国际人士推动产品在国际市场上的扩张。同时，国内疫情期间连花清瘟的亮眼表现也为其进一步打开了品牌知名度，随着国内疫情得到控制，海外疫情持续蔓延，公司在多个地区和积极国家布局，连花清瘟将在后疫情时代完成渠道变革，逐步打开海外市场，实现国内国外市场并驾齐驱。

2.3 糖尿病及抗肿瘤领域

图 22：主要业务占总收入的比重趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：公立医疗中成药头部产品市场份额


数据来源：公司公告，西南证券整理

▶ 糖尿病领域

治疗 2 型糖尿病的专利新药津力达颗粒是首次应用络病理论探讨消渴（糖尿病）发病规律与治疗，指导研发的专利新药，药效实验证实其具有保护胰岛 β 细胞、改善胰岛微循环，抗氧化应激、调节血糖调节激素、保护血管内皮细胞等作用，同时还可改善胰岛素抵抗，可用于初发 2 型糖尿病、血糖控制不良的 2 型糖尿病、糖耐量异常以及糖尿病并发症的患者，在 2 型糖尿病预防、治疗及糖尿病并发症防治中均有疗效。津力达颗粒为国家医保目录乙类品种、国家基本药物目录品种，2015 年被列入《中国药典》目录。津力达颗粒在 2020 上半年公立医疗市场中成药糖尿病用药销售排名位列第 3 名。

表 8：2020 上半年中国公立医疗市场中成药糖尿病用药销售收入 TOP5

排名	产品名称	市场份额
1	消渴丸	33.71%
2	津力达颗粒	10.81%
3	木丹颗粒	9.33%
4	参芪降糖颗粒	7.57%
5	参芪降糖片	5.98

数据来源：公司公告，西南证券整理

津力达颗粒临床降糖效果显著。2015 年，由中国中医科学院首席研究员仝小林院士牵头，中国中医科学院西苑医院、美国芝加哥大学中药研究室等多家单位参与完成的“二甲双胍单药治疗的 2 型糖尿病患者加用津力达颗粒后疗效和安全性的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床试验”发表于 Plos One 杂志，其结果表明，在饮食控制、运动治疗和二甲双胍稳定剂量治疗的基础上，联合使用津力达颗粒可使患者的 HbA1c 降低 0.92%、空腹血糖 (FBG) 降低 1.34mmol/L，同时改善患者的胰岛素抵抗、提高胰岛素敏感性及 β 细胞功能指数、改善患者的临床症状、减轻体重，安全性良好。

2016 年发布的《糖尿病中医药临床循证实践指南》中，津力达颗粒被推荐为 2 型糖尿病气阴两虚兼血瘀者首选用药。2018 年 2 月发布的《中国 2 型糖尿病防治指南 (2017 年版)》中，推荐二甲双胍单药疗效不佳的 2 型糖尿病患者加用津力达颗粒治疗。津力达颗粒同时还被列入《国际中医药糖尿病诊疗指南》，为该产品更好的应用于临床服务于患者奠定了良好的基础。

表 9：津力达颗粒被入选指南情况

部门	文件	内容
中华医学学会	《中国 2 型糖尿病防治指南》2017/2020	推荐二甲双胍单药疗效不佳的 2 型糖尿病患者加用津力达颗粒治疗
世界中医药学会	《国际中医药糖尿病诊疗指南》2017	被收纳其中
国家中医临床研究基地	《糖尿病中医药临床循证实践指南》2016	津力达颗粒被推荐为 2 型糖尿病气阴两虚兼血瘀者首选用药

数据来源：公司公告，西南证券整理

▶ 肿瘤用药领域

养正消积胶囊是首次应用络病理论探讨恶性肿瘤发病规律与治疗，指导研发的专利新药，为国家医保乙类品种，并在多个省市列入基药目录。该药配合介入治疗原发性肝癌在增效减毒、增强免疫、改善证候、提高生存质量方面疗效显著。临床用于联合放化疗治疗肿瘤，可有效改善食欲，增强体力，提高生活质量，同时抑制肿瘤新生血管生成，抑制肿瘤生长和转移，能够增强放化疗抑瘤作用，具有调节免疫、减轻放化疗骨髓抑制和肝脏毒性的作用，被

临床广泛应用。由中国中医科学院广安门医院、北京肿瘤医院、天津肿瘤医院、江苏肿瘤医院、中日友好医院等开展的随机、双盲、多中心临床研究证实：养正消积提高化疗药治疗原发性肝癌实体肿瘤疗效，降低化疗对血红蛋白、白细胞、血小板的抑制，升高NK细胞；减轻肝功能损伤，同时改善癌症相关性疲乏和厌食，提高患者生存质量。英国卡迪夫大学与北京肿瘤医院合作研究证实：养正消积胶囊减轻分子靶向药物抗EGFR治疗耐药，这意味着联合养正消积胶囊可使分子靶向药物疗效有望进一步提高。

2.4 神经精神领域

解郁除烦胶囊治疗抑郁症的临床疗效略优于西药。采用随机双盲双模拟多中心临床试验设计，入组560例受试者，随机分为治疗组336例、对照组112例和安慰剂组112例，治疗组口服解郁除烦胶囊和盐酸氟西汀片模拟片，对照组口服解郁除烦胶囊模拟胶囊和盐酸氟西汀片，安慰剂组口服解郁除烦胶囊模拟胶囊和盐酸氟西汀片模拟片，疗程42天。

各组治疗后HAMD、HAMA评分及中医证候积分均较治疗前明显降低($P<0.01$)，治疗组及对照组治疗后HAMD评分、HAMA评分及中医证候积分均低于安慰剂组($P<0.01$)，且治疗组HAMA评分及中医证候积分均低于对照组($P<0.01$)。治疗组、对照组、安慰剂组疾病疗效总有效率分别为90.1%、84.5%、38.7%；中医证候疗效总有效率分别为88.6%、5.5%、34.2%；CGI-GI的总进步分别为90.4%、85.3%、45.0%，治疗组与对照组各疗效指标均优于安慰剂组($P<0.01$)，治疗组中医证候疗效优于对照组($P<0.01$)。治疗组出现1例与药物有关的不良事件，显示了较好的临床安全性。

图 24：解郁除烦胶囊治疗抑郁症临床试验数据显示较好的临床安全性

表1 各组抑郁症患者治疗前后汉密尔顿抑郁量表总分、汉密尔顿焦虑量表总分及中医证候积分的比较 (分, $\bar{x} \pm s$)

组别	时间	例数	汉密尔顿抑郁量表总分	汉密尔顿焦虑量表总分	中医证候积分
治疗组	治疗前	334	19.37 ± 1.72	14.70 ± 3.04	15.96 ± 3.48
	治疗后	334	8.53 ± 4.08 *△	6.84 ± 3.65 *△▲	6.13 ± 3.95 *△▲
对照组	治疗前	110	19.45 ± 1.65	15.15 ± 3.00	15.55 ± 3.62
	治疗后	110	8.91 ± 4.54 *△	8.36 ± 3.98 *△	7.71 ± 4.59 *△
安慰剂组	治疗前	111	19.11 ± 1.72	14.85 ± 3.15	15.44 ± 3.33
	治疗后	111	14.31 ± 4.02 *	11.59 ± 3.64 *	11.54 ± 4.26 *

注：与本组治疗前比较，* $P<0.01$ ；与安慰剂组治疗后比较，△ $P<0.01$ ；与对照组治疗后比较，▲ $P<0.01$

表2 各组抑郁症患者疾病疗效比较 [例 (%)]

组别	例数	临床痊愈	显效	好转	无效	愈显	总有效
治疗组	334	104 (31.1)	135 (40.4)	62 (18.6)	33 (9.9)	239 (71.6)	301 (90.1)
对照组	110	34 (30.9)	45 (40.9)	14 (12.7)	17 (15.5)	79 (71.8)	93 (84.5)
安慰剂组	111	2 (1.8)	14 (12.6)	27 (24.3)	68 (61.3)	16 (14.4)	43 (38.7)

表3 各组抑郁症患者中医证候疗效比较 [例 (%)]

组别	例数	临床痊愈	显效	好转	无效	愈显	总有效
治疗组	334	32 (9.6)	118 (35.3)	146 (43.7)	38 (11.4)	150 (44.9)	296 (88.6)
对照组	110	3 (2.7)	27 (24.5)	53 (48.3)	27 (24.5)	30 (27.3)	83 (75.5)
安慰剂组	111	0	3 (2.7)	35 (31.5)	73 (65.8)	3 (2.7)	38 (34.2)

表4 各组抑郁症患者治疗后临床总体印象量表疗效总评比较 [例 (%)]

组别	例数	显著进步	进步	稍进步	无变化	稍恶化	恶化	严重恶化	总进步
治疗组	333	105 (31.5)	135 (40.5)	61 (18.3)	32 (9.6)	0	0	0	301 (90.4)
对照组	109	35 (32.1)	43 (39.4)	15 (13.8)	16 (14.7)	0	0	0	93 (85.3)
安慰剂组	111	2 (1.8)	17 (15.3)	31 (27.9)	61 (55.0)	0	0	0	50 (45.0)

注：治疗组与对照组病例资料中的临床总体印象量表疗效总评量表因未观察各缺失1例

数据来源：《解郁除烦胶囊治疗抑郁症334例多中心随机双盲对照试验》，西南证券整理

3 长期：国际化与创新投入加大，大健康转型值得期待

3.1 持续不断强化研发能力

3.1.1 中药：多年积累逐步实现上市

围绕中药品种研发，聚焦于心脑血管、呼吸、消化、内分泌、免疫、泌尿等核心治疗领域。在研立项品种涵盖心血管系统、神经系统、呼吸系统、内分泌代谢系统、消化系统、妇儿科、儿科等疾病，处于新药研发不同阶段。此外，公司在 2021 年 2 个新药获批上市，治疗失眠症的益肾养心安神片和治疗轻、中度抑郁症的苏夏解郁除烦胶囊。

表 10：已获批准进入临床的中药品种研发进展

序号	类别	名称	适应症	报告期末进展情况
1	中药创新药	益肾养心安神片	失眠症	获新药注册批文
2	中药创新药	解郁除烦胶囊	轻、中度抑郁症	获新药注册批文
3	中药创新药	柴芩通淋片	下尿路感染	开展临床研究
4	中药创新药	连花定喘片	支气管哮喘	开展临床研究
5	中药创新药	络痹通片	类风湿性关节炎	开展临床研究
6	中药创新药	柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	开展临床研究
7	中药创新药	玉屏通窍片	过敏性鼻炎	开展临床研究
8	中药创新药	小儿连花情感颗粒	儿童感冒	开展临床研究

数据来源：公司公告，西南证券整理

多项针对中药产品的随机、双盲产品正在进行上市后再评价，为临床疗效提供坚实理论基础。正积极开展药效作用机制研究、上市后临床循证评价及真实世界研究，通过实验和临床数据验证产品作用机制和确切疗效，为中成药的临床应用提供客观研究证据，建立产品的学术影响力和学术地位，进一步提升产品临床价值，将产品的学术优势转化为市场优势，驱动产品销量增长。

表 11：临床研究课题及进度

领域	临床研究题目	进度
心脑血管领域	缺血性脑卒中的随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床研究	揭盲
糖尿病领域	养正消积胶囊改善晚期非小细胞肺癌患者化疗生活质量的随机、双盲、安慰剂平行对照多中心临床研究	揭盲
呼吸系统领域	连花清瘟胶囊治疗非流感病毒性肺炎临床研究	揭盲
糖尿病领域	津力达颗粒治疗血糖控制不佳 2 型糖尿病合并血脂异常患者的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床研究	试验患者入组
泌尿系统	夏荔芪胶囊治疗良性前列腺增生循证医学研究	试验患者入组
呼吸系统领域	连花清瘟颗粒治疗儿童流感随机、双盲、阳性药对照、多中心临床研究	招募试验患者

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 12：循证医学研究结果及发布情况

产品	论文名称	杂志名称	发表时间	2019 IF
通心络	Traditional Chinese medication for cardiovascular disease.	Nature Review s Cardiology	2015	20.26
	Traditional Chinese herbal medicine for vascular dementia.	Cochrane Database of Systematic Review s	2018	7.89

产品	论文名称	杂志名称	发表时间	2019 IF
参松养心	Nardoaristolones A and B, Two Terpenoids with Unusual Skeletons from <i>Nardostachys chinensis</i> Batal	Organic Letters	2013	1.555
芪苈强心	A Multicenter, Randomized, Double-Blind, Parallel-Group, Placebo-Controlled Study of the Effects of Qili Qiangxin Capsules in Patients With Chronic Heart Failure	JACC	2013	20.589
连花清瘟	Lianhuaqingwen exerts anti-viral and anti-inflammatory activity against novel coronavirus (SARS-CoV-2)	Pharmacological Research	2020	5.893
	Efficacy and Safety of Lianhuaqingwen Capsules, a repurposed Chinese Herb, in Patients with Coronavirus disease 2019: A multicenter, prospective, randomized controlled trial	Phytomedicine	2020	4.268
津力达	5'-Monophosphate-activated protein kinase (AMPK) improves autophagic activity in diabetes and diabetic complications.	Acta Pharmaceutica Sinica B	2016	7.097
养正消积	YangZheng XiaoJi exerts anti-tumour growth effects by antagonising the effects of HGF and its receptor, cMET, in human lung cancer cells	Journal of Translational Medicine	2015	4.124
夏苈芪	New therapy with XLQ to suppress chronic prostatitis through its anti-inflammatory and antioxidative activities	Journal of Cellular Physiology	2019	5.546

数据来源:公司公告, 西南证券整理

3.1.2 化药: 战略目标三步走

化药板块是公司近年重点发展的业务领域。公司共有化药 ANDA 产品 10 种, 其中赖诺普利片、阿昔洛韦胶囊为 2021 年 9 月 17 日新获批化药品种, 此外盐酸帕罗西汀片用于抗抑郁、拉莫三嗪缓释片用于抗癫痫等药物有望后续获批; 公司目前化药在研一类新药 4 款, 其中苯胺洛芬注射液已经结束三期临床, 筹备 NDA。芬乐胺片、XY0206 片处于 I 期临床阶段。XY03-EA 片 I 期收尾, II 期处于筹备阶段。此外, 环丙沙星片、盐酸二甲双胍、卡托普利片、单硝酸异山梨酯片等 4 款药物正在开展仿药一致性评价, 后续更多产品有望参与申报。

图 25: 化药板块总体研发情况

化药一类新药 (在研)		
化药ANDA品种	2期临床 (即将进入3期临床) :	国内一致性评价
<ul style="list-style-type: none"> 阿昔洛韦片 (国内同步申报, 优先审评) 非洛地平缓释片 (国内同步申报, 优先审评) 阿那曲唑片 (国内同步申报, 优先审评) 来曲唑片 (国内同步申报, 优先审评) 环丙沙星片 丁螺环酮片 塞来昔布胶囊 伐昔洛韦片 赖诺普利片 (0917新获批) 阿昔洛韦胶囊 (0917新获批) 	<ul style="list-style-type: none"> 苯胺洛芬注射液 (疼痛) 	<ul style="list-style-type: none"> 环丙沙星片 盐酸二甲双胍 卡托普利片 单硝酸异山梨酯片
后续批准:	1期临床:	后续继续申报
	<ul style="list-style-type: none"> 芬乐胺片 (帕金森) XY0206片 (实体瘤/急性髓系白血病) XY03-EA片 (缺血性脑卒中) 	

数据来源: 公司公告、公司官网, 西南证券整理

图 26：化药临床新药研发情况

名称	剂型规格	适应症	阳性对照物	作用靶点	优势
苯胺洛芬	小容量注射液 4ml;94.25mg	术后镇痛	联苯乙酸、	抑制环氧合酶（导致前列腺素类产生）与脂氧合酶（导致白三烯类产生）的活性，阻止了前列腺素与白三烯类等炎症介质的合成，从而抑制了炎症和疼痛。	1) 原料药及制剂生产工艺简单、可控，成本较低，制剂安全性高； 2) 半衰期长，可减少使用次数； 3) 镇痛效果好
XY0206	片剂 25mg; 50mg	恶性实体瘤和急性髓细胞白血病	舒尼替尼	其为2-吲哚酮类多靶点受体酪氨酸激酶（RTKs；一类重要的癌基因表达产物，是细胞信号通路的重要组分，RTKs过度表达或突变，可致信号转导异常，使细胞增殖、分化失控，而导致肿瘤的发生和发展。）抑制剂，可抑制FLT3、c-Kit、PDGFR β 、RET和VEGFR2等RTKs靶点	1) 与舒尼替尼具有相似的抑酶谱，但对FLT3的抑制活性更强，更具选择性； 2) 更大的安全治疗窗口；更好的代谢稳定性，并且无组织蓄积性，有望开发成为新一代FLT3抑制剂。
XY03-EA	片剂 75mg; 150mg	缺血性脑卒中	丁苯酞	XY03-EA能够改善脑缺血再灌注大鼠受损的神经功能，提高脑组织线粒体膜电位水平、ATP酶活力、SOD活力以及GSH含量，降低LD、MDA含量以及炎症因子TNF- α 、IL-1 β 、IL-6水平，提示其脑保护机制与改善脑缺血后能量代谢、减轻炎症反应、提高组织抗氧化能力、抑制神经细胞凋亡等神经保护作用有关。	1) 是在丁苯酞可通过血脑屏障的主要活性代谢物XY03-D结构基础上进行衍生化得到全新结构。 2) 在减少大鼠脑梗塞范围，改善受损的神经功能，抑制血栓生成、抑制大鼠体外血小板聚集等作用明显优于丁苯酞。
芬乐胺	片剂 75mg; 150mg	帕金森氏病	左旋多巴、美多巴	芬乐胺是一种新型的神经保护剂，通过对治疗帕金森氏病中受损的多巴胺神经元的直接保护作用，也可通过抑制神经炎症对多巴胺神经元起到间接神经保护的作用，达到治疗PD的作用。	毒性低、活性较高、作用机理新

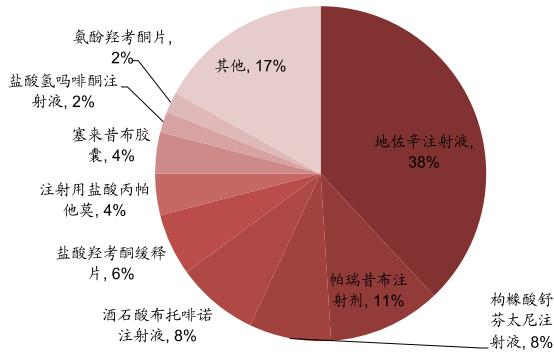
数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

➤ 芬乐胺注射液

2020 年，PDB 样本医院镇痛药市场规模为 55 亿元，以仿制药为主，其中地佐辛占比 44%（扬子江），帕瑞昔布占比 11%（辉瑞、科伦等多家），舒芬太尼占比 8%（人福），布托啡诺占比 8%（恒瑞）。

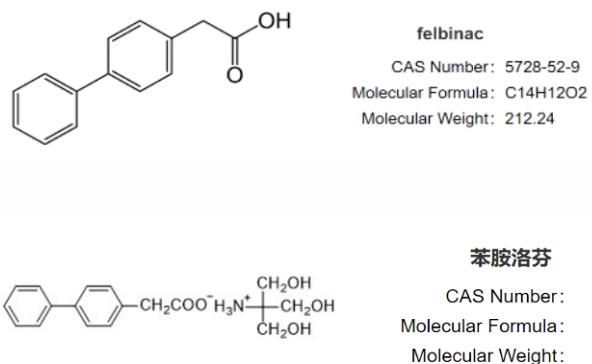
国内用于镇痛的创新药，处于 III 期临床以及 II/III 期临床的一共有 6 个，芬乐胺注射液处于三期阶段，属于非甾体类镇痛药。其他 5 个创新药均为 opioid receptor 激动剂，机制与地佐辛类似。

图 27：2020 年样本医院镇痛药市场份额



数据来源：PDB，西南证券整理

图 28：芬乐胺为联苯乙酸改构分子



数据来源：公司公告，西南证券整理

芬乐胺为联苯乙酸改构，目前临床使用为联苯乙酸凝胶，主要用于缓解骨关节炎以及急性闭合性软组织损伤后所致的肿胀、疼痛症状。

表 13：国内在研镇痛药物

药品名称	作用机制	研发机构	适应症	研发阶段 (全球)	研发阶段 (中国)
oliceridine	μ opioid receptor 激动剂	恩华药业； Trevena； Pharmbio Korea	术后疼痛；急性疼痛	批准上市	III 期临床
塞纳布啡	μ opioid receptor 拮抗剂 κ opioid receptor 激动剂	海科集团；济民可信；顺天医药； IDEOGEN	术后疼痛	批准上市	III 期临床
苯胺洛芬	非甾体抗炎药； COX 抑制剂	中科药物；以岭药业	癌症疼痛；眼部细菌感染；术后疼痛	III 期临床	III 期临床
HSK21542	κ opioid receptor 部分激动剂	海思科	尿毒性瘙痒症；术后疼痛（三期）；慢性肝病引起的皮肤瘙痒	III 期临床	III 期临床
SHR0410	κ opioid receptor 激动剂	恒瑞医药	尿毒性瘙痒症；术后疼痛（三期）	III 期临床	III 期临床
SHR8554	μ opioid receptor 激动剂	恒瑞医药	术后疼痛	IV/V 期临床	IV/V 期临床
AAT-076	COX-2 抑制剂	思路迪医药；诺迈西（海和药物）；海石生物； AskAt	急性疼痛；慢性疼痛	II 期临床	I 期临床
XG005	COX 抑制剂；GABA 类似物	昌郁医药	急性疼痛；慢性疼痛；疼痛	II 期临床	I 期临床
氯苯哌酮	PAF receptor 拮抗剂	世桥生物；中国医学科学院药物研究所	类风湿性关节炎；术后疼痛	II 期临床	II 期临床
艾瑞昔布+曲马多	μ opioid receptor 激动剂 5-HT 重摄取抑制剂 COX-2 抑制剂 去甲肾上腺素重摄取抑制剂	恒瑞医药	急性疼痛	II 期临床	II 期临床
HR18034 微创新	—	恒瑞医药	术后疼痛	VII 期临床	VII 期临床
DS002	anti-NGF 单抗	达石药业	疼痛	I 期临床	I 期临床
YZJ-1495	NA	扬子江药业	疼痛	I 期临床	I 期临床
NB001	ADCY1 抑制剂	永展医药； University of Toronto	癌症疼痛	I 期临床	I 期临床
LPM3480392	μ opioid receptor 激动剂	绿叶制药	爆发痛；术后疼痛	I 期临床	I 期临床
HRS4800	Nav1.8 阻断剂	恒瑞医药	疼痛	I 期临床	I 期临床
FM888	NA	永展医药	疼痛	I 期临床	I 期临床
YR-1702	NA	扬子江药业	疼痛	I 期临床	I 期临床
LPM3480392	μ opioid receptor 激动剂	绿叶制药	爆发痛；术后疼痛	I 期临床	I 期临床
LY09606 微创新	—	绿叶制药	术后疼痛	I 期临床	I 期临床

数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

➤ XY0206-I 期临床：抑制 FLT3、c-Kit、PDGFR β 、RET 和 VEGFR2 等 RTKs 靶点

对标药物：舒尼替尼 2006 年在美国获批上市，2007 年在中国获批上市。适应症为肾癌、胃肠道间质瘤、胰腺神经内分泌癌。目前尚有多种肿瘤适应症在研。2017 年销售额为 10.8 亿美元，2020 年为 8.2 亿美元，近年随着竞品上市，空间逐渐受到压缩。

对标药物：索拉菲尼 2005 年于美国上市，2020 年销售额 5.2 亿欧元，近年持续下降。
 适应症为肝癌、肾癌、分化型甲状腺癌。

表 14：XY0206 对标药物基本情况

药品名称	靶点	作用机制	研发机构	适应症	研发阶段（全球）	研发阶段（中国）	2020 年销售额
索拉非尼	VEGFR, RET, c-Kit, BRAF, Flt3, PDGFR	BRAF 抑制剂；RET 抑制剂；c-Kit 抑制剂；PDGFR 抑制剂；Flt3 抑制剂；VEGFR 抑制剂	Bayer; Onyx Pharmaceuticals (Amgen)	分化型甲状腺癌；肾细胞癌；肝细胞癌	批准上市	批准上市	5.2 亿欧元
舒尼替尼	RET, VEGFR2, PDGFR β , c-Kit	RET 抑制剂；c-Kit 抑制剂；PDGFR β 抑制剂；VEGFR2 抑制剂	Sugen (Pfizer)	肾细胞癌；肝细胞癌；胰腺神经内分泌肿瘤	批准上市	批准上市	8.2 亿美元
米哚妥林	Syk, VEGFR, c-Kit, Flt3, PKC	Syk 抑制剂；c-Kit 抑制剂；PKC 抑制剂；Flt3 抑制剂；VEGFR 抑制剂	Novartis	系统性肥大细胞增生症；急性髓系白血病	批准上市	申报临床	/

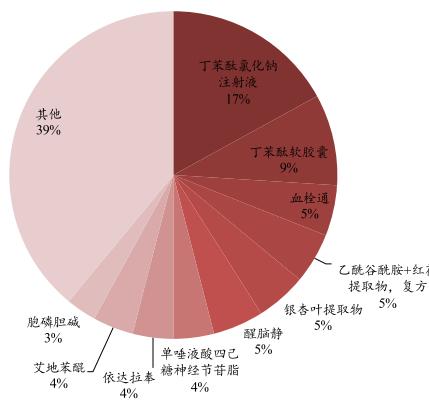
数据来源：公司公告、公司官网、西南证券整理

➤ XY03-EA 片剂 -I 期临床

适应症为缺血性脑卒中，在丁苯酞可通过血脑屏障的主要活性代谢物 XY03-D 结构基础上进行衍生化得到全新结构。

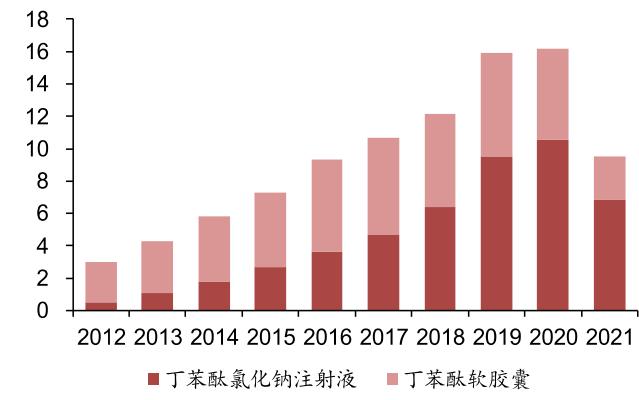
2020 年，PDB 样本医院脑血管病药物市场规模为 63.8 亿元。其中丁苯酞占比为 26%，其他多为中药和生物药辅助用药。脑血管病市场缺乏效果好的药物。后续潜力品种，普佑克（缺血性卒中 NDA），替罗非班（缺血性卒中处于二期）。丁苯酞由于 2020 年医保谈判价格下降 50%+，因此总销售额增幅放缓。缺血性脑卒中中国内研药物 III 期 3 个，II 期 9 个，I 期 18 个。

图 29：2020 年样本医院脑血管病用药格局



数据来源：PDB，西南证券整理

图 30：样本医院丁苯酞市场规模（亿元）



数据来源：PDB，西南证券整理

表 15：缺血性脑卒中中国内在研药物

药品名称	作用机制	研发机构	研发阶段(全球)	研发阶段(中国)
普佑克	重组 proUK	天士力	申请上市	III期临床
替罗非班	GPIIb/IIIa 抑制剂	Merck & Co.	II期临床	/
芬戈莫德	S1PR4 调节剂；S1PR5 调节剂；S1PR1 调节剂；S1PR3 调节剂	Novartis； Mitsubishi Tanabe Pharma	II期临床	/
依达拉奉右莰醇 舌下片微创新	NA；自由基清除剂	先声药业；益诺依	III期临床	III期临床
索法地尔	NMDA receptor 拮抗剂	普洛药业； GNT Pharma	III期临床	III期临床
吡拉格雷	TXA2 synthase 抑制剂	合肥医工医药；博腾生物	II期临床	II期临床
安脑三醇	NA	赛普特	II期临床	II期临床
羟戊基苯甲酸	NA	生物谷药业；中国医学科学院药物研究所	II期临床	II期临床
SPT-07A	自由基清除剂	苏州沪云	III期临床	II期临床
布罗佐喷	NA	郑州大学；奥翔药业	II期临床	II期临床
硝酮嗪	NA	喜鹊医药；暨南大学	II期临床	II期临床
匹诺塞林	HDC 抑制剂；黄酮类化合物	石药集团；中国医学科学院药物研究所	II期临床	II期临床
asundexian	factor Xla 抑制剂	Bayer	II期临床	II期临床
itMSC	干细胞疗法	Stemedica Cell Technologies	VII期临床	VII期临床
菸花昔	黄酮类化合物	第二军医大学；苏中药业	I期临床	I期临床
milvexian	factor Xla 抑制剂	Johnson & Johnson； Bristol-Myers Squibb	II期临床	/
AER-271	AQP4 抑制剂	Aeromics；先声药业	I期临床	I期临床
SAL0104	factor Xla 抑制剂	信立泰	I期临床	I期临床
ZHB206	酶	千红制药	I期临床	I期临床
HY-021068	NA	合肥医工医药；博腾生物	I期临床	I期临床
丹参素	NA	第二军医大学；绿叶制药	I期临床	I期临床
吗利福肽	NA	第二军医大学；广东八加一	I期临床	I期临床
曲札芪昔	天然产物	昆药集团	I期临床	I期临床
胺银内酯 B	PAF receptor 拮抗剂	柯菲平	II期临床	I期临床
XY03-EA	NA	以岭药业	I期临床	I期临床
GD-11	NA	万高药业	I期临床	I期临床
BXOS110	PSD95 抑制剂	拜西欧斯	I期临床	I期临床
LT3001	NA	顺天医药；上海医药	II期临床	I期临床
HY0721	NA	苏州沪云	I期临床	I期临床
重组白细胞抑制因子 和水蛭肽嵌合蛋白	thrombin 抑制剂；重组 NIF	富进生物	I期临床	I期临床
泰瑞拉奉	自由基清除剂	南京中瑞；黄海制药；未名医药	I期临床	I期临床
丹参素	NA	第二军医大学；绿叶制药	I期临床	I期临床
吗利福肽	NA	第二军医大学；广东八加一	I期临床	I期临床

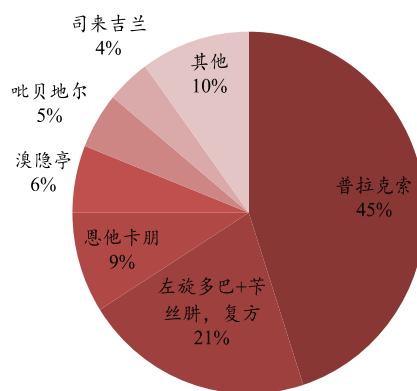
数据来源：公司公告、公司官网、西南证券整理

➤ 芬乐胺-I 期临床

适应症为帕金森病，是一种新型的神经保护剂，通过对治疗帕金森氏病中受损的多巴胺神经元的直接保护作用，也可通过抑制神经炎症对多巴胺神经元起到间接神经保护的作用，达到治疗 PD 的作用。

2020 年，PDB 样本医院帕金森病市场规模为 6.3 亿元。其中普拉克索占比为 45%，左旋多巴+苄丝肼占比 21%。我国帕金森病患者数量约为 300 万人。

图 31：2020 年样本医院帕金森病用药格局



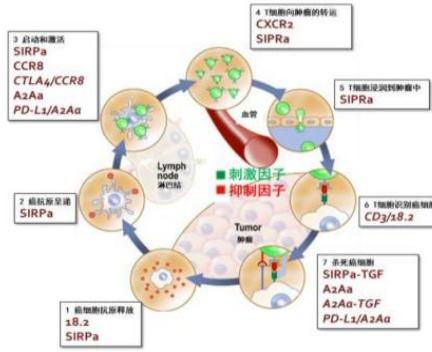
数据来源：PDB，西南证券整理

3.1.3 生物药：已有一款肿瘤新药立项

公司生物药产品聚焦肿瘤抗体药物开发，全覆盖免疫治疗关键点，具有广谱抗肿瘤、同类第一、联合治疗的优越特性。公司一款用于胃癌适应症的生物新药 BIO-008 已立项。

图 32：公司生物新药 BIO-008 已立项

生物药：聚焦肿瘤抗体药物研发，全覆盖免疫治疗关键点 广谱抗肿瘤、同类第一、联合治疗



已立项：BIO-008 (胃癌)

卢山：共同创始人：美国麻省大学医学院免疫学终身教授
国际疫苗学会前任主席，DNA 疫苗的主要发明人之一
刘淑颖：共同创始人，20 余年美国安进公司总部抗体研发经验



NABT公司：DNA免疫平台研发单抗的公认领军企业

数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

3.2 国际化战略进展顺利

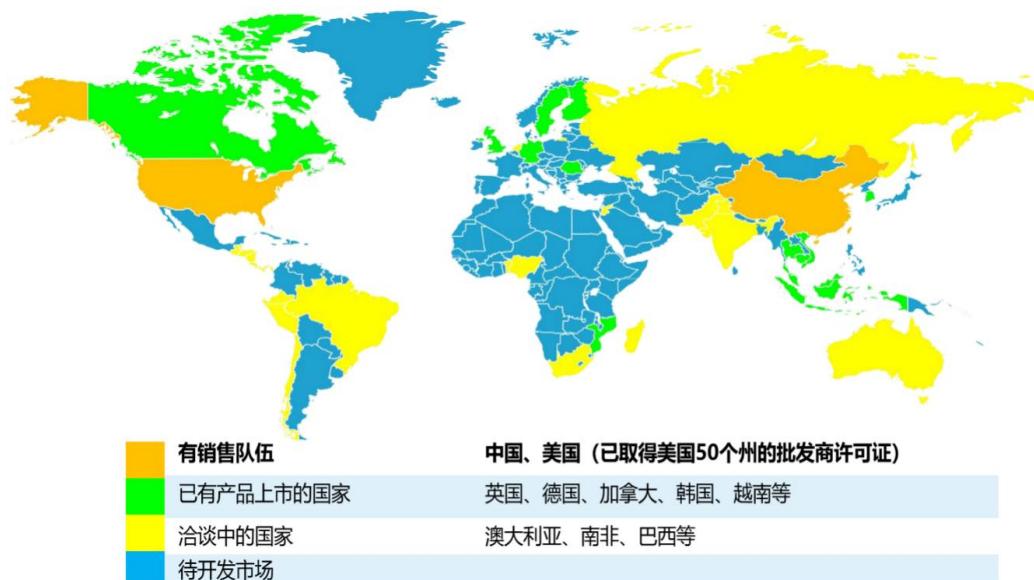
连花清瘟胶囊启动国际多中心临床试验。据中国临床试验注册中心官网显示 2022 年 2 月 11 日，联合标准治疗比较连花清瘟胶囊和安慰剂治疗轻、中度 COVID-19 患者有效性和安全性的随机、双盲、国际多中心临床研究登记，旨在评价连花清瘟胶囊治疗轻、中度 COVID-19 成人患者的临床有效性、安全性和经济性。该研究的负责人是广州医科大学第一附属医院专家，广州呼吸疾病研究所副所长，国家呼吸系统疾病临床医学研究中心副主任郑劲平，与钟南山院士关系密切；主办单位是广州医科大学附属第一医院；实施地点包括中国、泰国、柬埔寨、越南、新加坡多个国家的医院；实施时间从 2022 年 1 月 1 日到 2022 年 12 月 31 日。试验计划招募 860 名受试者，分为 2 组：连花清瘟胶囊组和安慰剂对照组，干预措施是标准治疗+连花清瘟胶囊/安慰剂，4 粒/次，一日 3 次。截止 2021 年 12 月 24 日，连花清瘟胶囊美国 FDA 二期临床试验研究目前处于数据统计分析阶段。

海外产品注册申报加速推进。连花清瘟胶囊已在中国的香港地区、澳门地区和巴西、印度尼西亚、加拿大、莫桑比克、泰国、厄瓜多尔、新加坡、老挝、吉尔吉斯斯坦、菲律宾、科威特、毛里求斯、乌干达、俄罗斯、利比里亚、津巴布韦、蒙古国、乌兹别克斯坦、肯尼亚、乌克兰等国分别以“中成药”、“药品”、“植物药”、“天然健康产品”、“食品补充剂”、“现代植物药”、“天然药物”等身份注册获得上市许可。

➤ 销售国际化同步推进

国际销售网络亦已经初步搭建完成，已获得美国 50 个州的批发商许可证，“市场+生产+销售”一体化链条已成型，ANDA 产品的国际化竞争力不断提升。根据中国医药保健品进出口商会数据，中国企业共获得 71 个 ANDA 批准，而以岭药业有 5 个品种获得批准，排位列第 4。公司未来还将开展更多 ANDA 项目的申报和收购，以美国和欧洲为起点向亚非拉市场拓展。2020 年国外销售收入突破 3 亿元，公司海外渠道建设已经在疫情期间充分获益，未来有望凭借海外渠道发力，实现海外市场的迅速拓展。

图 33：海外营销网络的布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 品牌优势延伸大健康领域

公司以络病理论为指导，延伸大健康产品线。公司早在 2010 年就开始规划健康板块，2013 年设立以岭健康科技有限公司（以下简称“以岭健康”）作为健康板块的主要运营平台，构建了健康产业架构。秉承中医治未病理念，充分发挥中医药特色优势，将中药草本、药食同源理念应用系列健康产品研发上，目前已研发上市了：通络健康心脑系列产品、养精抗衰老增强免疫力系列产品、动形抗疲劳护关节系列产品、静神助眠及改善情绪系列产品。

图 34：大健康产品矩阵



数据来源：公司公告，西南证券整理

借助连花品牌势能打造连花家族爆品，继续丰富产品矩阵。“连花”作为以岭的一大品牌，一方面得益于连花清瘟产品严谨的科学证据和确切的疗效，另一方面得益于连锁的供给保障与大力支持，已经成为家喻户晓的牌子，2020 疫情期间对新冠的突出治疗效果更是使得“连花”品牌大爆。在后疫情时代，为了更好发挥连花品牌的引领作用来促进工商品牌的建设，提出药构建以连花品牌为引领的品类战略，以品牌势能打造品类优势，与连锁企业携手共赢。其实早在 2018 出了连花清菲果味饮品，这些年来不断利用连花品牌势能打造家族爆品，现已形成了丰富的产品矩阵，如洗手液、口罩、抑菌喷雾、卫生湿巾等，在人们健康防护意识得到显著提高的后疫情时代，这些产品有望持续为公司贡献业绩增量。

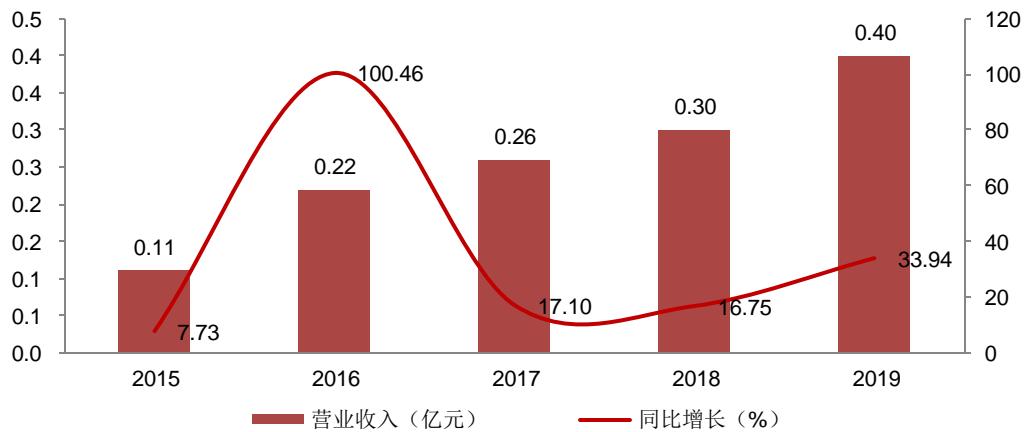
图 35：连花品牌系列产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

线上线下营销网络布局全面。线下布局了各地的实体分店、以岭连锁药房、以岭凯旋门大酒店以及以岭健养中心四大养生馆；线上一方面布局自己的线上商城——以岭健康城线上电商平台，另一方面将产品线不断向国内各大主流电商平台渗透。2019 年健康饮品收入突破 0.4 亿元。

图 36：健康饮品历年营收情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 收入预测与主要品种分析

增长动力分析及关键假设：

呼吸系统类：连花清瘟胶囊/颗粒零售渠道受到散点疫情影响，2022-2024 年销量维持 10% 左右的复合增速。连花清咳片在连花系列品牌助力下，随着纳入医保，预计 2022-2024 年销量增速分别为 80%。

心脑血管类：心脑血管领域的通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊 2022-2024 年销量增速分别为 15%；

其他专利产品：津力达、夏荔芪正处于上市后的高速增长时期，这两个品种分别布局在糖尿病和补肾大市场，中长期来看有望成为十亿品种。解郁除烦胶囊，益肾养心安神片是公司今年才上市的新品种，前者用于治疗抑郁症，该领域销售额最大的是康弘药业的疏肝解郁胶囊，终端销售规模约为 5 亿左右；后者用于治疗失眠症，市场比较分散，暂无大品种。新上市的两个品种均做了随机对照临床试验，临床推广基础好，未来有望成为各自治疗领域里的重磅品种。预计其他专利产品 2022-2024 年销量增速分别为 113%、43% 和 46%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 16：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
呼吸系统类	收入	17	42.6	41.1	44.1	49.6	56.5
	增速	41.3%	151.0%	-3.5%	7.5%	12.4%	13.8%
	毛利率	66.7%	69.0%	71.9%	68.0%	68.0%	68.0%
心脑血管类	收入	31	34.5	45.3	52.1	59.9	68.9
	增速	10.4%	11.3%	31.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	69.8%	69.6%	65.4%	70.0%	70.0%	70.0%
其他专利产品	收入	0	3.0	4.7	10.1	14.3	21.0
	增速	0.0%	0.0%	55.6%	113.4%	42.7%	46.2%
	毛利率	0.0%	61.8%	61.1%	61.0%	61.0%	61.5%
其他主营业务	收入	10	7.7	10.0	10.5	11.1	11.6
	增速	26.4%	-2.6%	29.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	42.2%	17.8%	23.1%	18.0%	18.0%	18.0%
合计	收入	58.25	87.8	101.2	116.8	134.9	158.0
	增速	21.0%	50.6%	15.2%	15.5%	15.5%	17.1%
	毛利率	63.8%	64.5%	63.6%	63.8%	64.0%	64.3%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取中药行业创新实力较强的两家公司以及具有品牌力的两家中药龙头企业，2022年四家公司平均PE为34倍。公司品牌优势树立叠加新品放量增长，我们给予公司2022年估值30倍PE，目标价29.1元，给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600557.SH	康缘药业	14.24	0.54	0.72	0.91	1.11	26	20	16	13
002873.SZ	新天药业	15.62	0.61	0.8	1.07	1.37	26	20	15	11
600085.SH	同仁堂	41.19	0.89	1.09	1.27	1.48	46	38	32	28
600436.SH	片仔癀	296.80	4.03	4.91	6.02	7.36	74	60	49	40
平均值							43	34	28	23

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

研发进度不及预期、新品推广不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10116.79	11682.72	13492.75	15794.90	净利润	1341.63	1619.24	1990.78	2473.52
营业成本	3681.00	4231.72	4851.72	5634.04	折旧与摊销	357.45	616.81	701.10	726.39
营业税金及附加	138.41	171.96	195.73	228.07	财务费用	17.32	58.41	40.48	15.79
销售费用	3434.00	3972.13	4520.07	5212.32	资产减值损失	-28.63	-30.00	-15.00	-10.00
管理费用	496.82	1343.51	1565.16	1832.21	经营营运资本变动	-177.57	-13.16	-183.04	-445.58
财务费用	17.32	58.41	40.48	15.79	其他	-981.51	22.77	-3.44	-9.57
资产减值损失	-28.63	-30.00	-15.00	-10.00	经营活动现金流量净额	528.69	2274.07	2530.88	2750.55
投资收益	-23.75	0.00	20.00	20.00	资本支出	-1470.28	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.85	0.00	0.00	0.00	其他	963.53	0.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-506.76	0.00	20.00	20.00
营业利润	1569.07	1934.99	2354.59	2902.47	短期借款	230.29	-500.47	0.00	0.00
其他非经营损益	-15.35	-30.00	-26.19	-26.28	长期借款	500.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	1553.72	1904.99	2328.40	2876.19	股权融资	-122.15	0.00	0.00	0.00
所得税	212.09	285.75	337.62	402.67	支付股利	-1193.36	-1315.87	-1588.15	-1952.56
净利润	1341.63	1619.24	1990.78	2473.52	其他	282.61	-62.13	-40.48	-15.79
少数股东损益	-2.22	-2.68	-3.30	-4.10	筹资活动现金流量净额	-302.15	-1878.48	-1628.63	-1968.35
归属母公司股东净利润	1343.86	1621.92	1994.08	2477.62	现金流量净额	-280.69	395.60	922.25	802.19
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	995.26	1390.86	2313.11	3115.30	成长能力				
应收和预付款项	1842.66	2152.30	2414.86	2867.36	销售收入增长率	15.19%	15.48%	15.49%	17.06%
存货	1672.75	1933.04	2216.38	2575.44	营业利润增长率	9.11%	23.32%	21.68%	23.27%
其他流动资产	1091.47	385.29	436.42	501.45	净利润增长率	10.43%	20.69%	22.95%	24.25%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	13.60%	34.28%	18.62%	17.71%
投资性房地产	24.27	24.27	24.27	24.27	获利能力				
固定资产和在建工程	5717.09	5117.92	4434.47	3725.73	毛利率	63.62%	63.78%	64.04%	64.33%
无形资产和开发支出	897.95	880.49	863.03	845.57	三费率	39.03%	46.00%	45.40%	44.70%
其他非流动资产	663.41	663.22	663.03	662.84	净利润率	13.26%	13.86%	14.75%	15.66%
资产总计	12904.84	12547.38	13365.56	14317.96	ROE	14.79%	17.25%	20.34%	23.99%
短期借款	500.47	0.00	0.00	0.00	ROA	10.40%	12.91%	14.89%	17.28%
应付和预收款项	1887.06	1993.39	2365.50	2742.12	ROIC	16.22%	18.53%	23.40%	29.32%
长期借款	500.47	500.47	500.47	500.47	EBITDA/销售收入	19.21%	22.34%	22.95%	23.07%
其他负债	944.67	668.27	711.72	766.53	营运能力				
负债合计	3832.67	3162.14	3577.69	4009.12	总资产周转率	0.83	0.92	1.04	1.14
股本	1670.71	1670.71	1670.71	1670.71	固定资产周转率	3.02	2.82	3.07	3.98
资本公积	2342.78	2342.78	2342.78	2342.78	应收账款周转率	7.38	6.84	7.00	7.05
留存收益	5065.36	5371.41	5777.33	6302.40	存货周转率	2.25	2.33	2.32	2.34
归属母公司股东权益	9069.13	9384.89	9790.82	10315.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.86%	—	—	—
少数股东权益	3.04	0.35	-2.95	-7.05	资本结构				
股东权益合计	9072.17	9385.25	9787.87	10308.84	资产负债率	29.70%	25.20%	26.77%	28.00%
负债和股东权益合计	12904.84	12547.38	13365.56	14317.96	带息债务/总负债	26.12%	15.83%	13.99%	12.48%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	1.89	2.56	2.73	2.89
EBITDA	1943.84	2610.21	3096.17	3644.65	速动比率	1.33	1.72	1.91	2.07
PE	32.39	26.83	21.83	17.57	股利支付率	88.80%	81.13%	79.64%	78.81%
PB	4.80	4.64	4.45	4.22	每股指标				
PS	4.30	3.73	3.23	2.76	每股收益	0.80	0.97	1.19	1.48
EV/EBITDA	21.99	16.03	13.22	11.01	每股净资产	5.43	5.62	5.86	6.17
股息率	2.74%	3.02%	3.65%	4.49%	每股经营现金	0.32	1.36	1.51	1.65
					每股股利	0.71	0.79	0.95	1.17

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

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

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

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

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn