



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

创新中药领先企业，散寒化湿上市有望

放量

—康缘药业(600557)公司首次覆盖报告

周平 医药行业首席分析师

S1500521040001

15310622991

zhouping@cindasc.com

证券研究报告

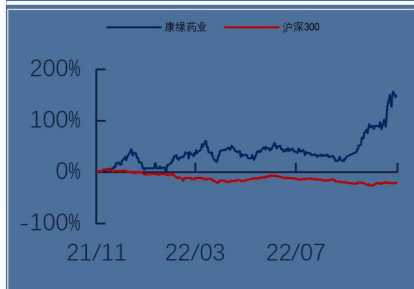
公司研究

公司首次覆盖报告

康缘药业(600557)

投资评级 **增持**

上次评级



资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	19.59
52周内股价波动区间(元)	25.90-10.07
最近一月涨跌幅(%)	-15.04
总股本(亿股)	5.85
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	114.52

资料来源: wind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

创新中药领先企业，散寒化湿上市有望放量

2022年12月20日

报告内容摘要:

◆**业绩快速增长，股权激励激发员工工作积极性。**康缘药业主要产品线聚焦病毒性感染性疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。2022年前三季度公司实现营业收入31.25亿元(+20.97%)，实现归母净利润2.81亿元(+35.83%)，业绩延续快速增长态势。2022年6月29日，公司实行限制性股票激励计划，设定了2022-2024三个报告期的营业收入、净利润及非注射剂业务收入增速目标，有利于激发企业内生动力。

◆**加强研发投入，政策支持中药新药审批注册速度加快。**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，持续推进医保或基药重点品种的上市后深入研究，有序开展主要品种的循证医学临床研究，中药科技创新持续推进。截至2021年底，公司在研项目较多，研发投入行业领先。2021年我国中药新药获批总数达到12个，较以往年度明显增加，中药创新获政策支持，中药新药审批注册速度有望加快。我们看好公司研发管线的新药陆续上市兑现，带来新的业绩增长点。

◆**散寒化湿颗粒新上市，纳入医保有望放量。**2022年10月，国家药监局批准康缘药业3.2类中药新药散寒化湿颗粒上市，用于寒湿郁肺所致疾病。散寒化湿颗粒由第六版至第九版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》中寒湿疫方研制而成，在抗疫中做出贡献，具备较好疗效。11月23日散寒化湿颗粒正式上市，定价289元/盒(10g*10袋规格)，后续若纳入医保有利于终端放量。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年营业收入分别为45.12/54.92/68.27亿元，归母净利润分别为4.18/5.16/6.45亿元，EPS分别为0.71/0.88/1.10元，PE分别为27/22/18X。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

◆**股价催化剂：**新版基药目录增补纳入公司产品，散寒化湿颗粒上市推广顺利

◆**风险因素：**产品质量控制风险、药品市场准入风险、研发风险、政策变化风险、短期内股价异常波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,032	3,649	4,512	5,492	6,827
增长率 YoY%	-33.6%	20.3%	23.7%	21.7%	24.3%
归属母公司净利润(百万元)	263	321	418	516	645
增长率 YoY%	-48.1%	21.9%	30.4%	23.4%	25.0%
毛利率%	72.9%	71.9%	70.9%	71.0%	71.1%
净资产收益率 ROE%	6.3%	7.4%	8.7%	9.7%	10.8%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.55	0.71	0.88	1.10
市盈率 P/E(倍)	22.61	22.32	27.40	22.21	17.77
市净率 P/B(倍)	1.43	1.66	2.40	2.16	1.92

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年12月19日收盘价

目录

一、 公司分析:	4
1、 坚持中药创新, 产品多领域布局	4
2、 注射剂业务企稳向好, 杏贝止咳等单品放量驱动业绩增长	5
二、 行业分析:	7
1、 坚持以创新驱动发展、中药研发实力行业领先	7
2、 金振口服液所在儿药市场需求旺盛, 杏贝止咳纳入基药放量较快	8
3、 散寒化湿颗粒新品上市, 未来有望纳入医保加速放量	11
三、 盈利预测、估值与投资评级	13
1、 盈利预测和假设	13
2、 盈利预测结果	13
3、 估值结论与投资评级	13
四、 风险因素	15
1、 产品质量控制风险	15
2、 药品市场准入风险	15
3、 研发风险	15
4、 政策变化风险	15
5、 股价短期波动风险	15

表目录

表 1: 公司主要药品基本情况	4
表 2: 2021 年公司按治疗领域划分的经营数据情况	5
表 3: 康缘药业股权激励计划情况	6
表 4: 股权激励计划各年度业绩考核目标安排	6
表 6: 公司主要研发项目基本情况 (截至 2021 年底)	7
表 7: 同行业可比公司研发投入比较情况 (百万元)	8
表 8: 康缘药业盈利预测假设	13
表 9: 康缘药业盈利预测结果	13
表 10: 康缘药业可比公司估值结果	14

图目录

图 1: 2017-2022 前三季度公司营业总收入情况 (亿元)	5
图 2: 2017-2022 前三季度公司归母净利润情况 (亿元)	5
图 3: 2016-2020 中国儿童药物市场规模 (亿元)	9
图 4: 2018-2021 公司金振口服液销售量情况 (万支)	9
图 5: 公司 2017-2021 注射剂业务收入情况	9
图 6: 2017-2021 公司银杏二萜内酯葡胺注射液销量 (万支)	9
图 7: 2018-2021 公司热毒宁注射液销量情况	10
图 8: 2017-2021E 我国重点城市实体药店止咳用药销售额变化 (亿元)	10
图 9: 新冠诊疗方案第九版中医药疗法	11

一、 公司分析：

1、 坚持中药创新，产品多领域布局

江苏康缘药业股份有限公司（以下简称“康缘药业”或“公司”）前身为连云港中药厂，后于 1996 年改制成立，是一家集中药研发、生产、贸易为一体，推动中药现代化的行业领军型企业，创新实力连续多年位列中药创新实力排行榜首位。肖伟先生在中药新药创制、生产过程质控、智能制造领域潜心研究 30 余年，为提升我国中成药、天然药物研发和制造技术水平做出重大贡献，带领研发团队开展新药研究 70 余项，先后开发国家级新药 47 个，其中一类新药 1 个，二类新药 13 个，创新中药注射剂 2 个。

产品多领域布局，医保目录内和基药品种丰富。据 2022 年公司半年报，公司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。公司产品共有 106 个品种被列入 2021 版国家医保目录，共有 47 个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为 6 个。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：1) 病毒感染性疾病产品线的代表品种有热毒宁注射液、金振口服液、杏贝止咳颗粒等；2) 妇科产品线的代表品种有桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊等；3) 心脑血管产品线的代表品种有银杏二萜内酯葡胺注射液、天舒胶囊、龙血通络胶囊、益心舒片、大株红景天胶囊、苁蓉总苷胶囊等；4) 骨伤科产品线的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；5) 治疗小儿多发性抽动症的九味熄风颗粒等儿科专用药品。

表 1：公司主要药品基本情况

治疗领域	产品名称	适应症或功能主治	中药保护品种	纳入国家基药目录	纳入国家医保目录	纳入省级医保目录
呼吸	热毒宁注射液	清热、疏风、解毒。用于外感风热所致相关症状；上呼吸道感染、急性支气管炎。	否	否	是	是
	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。	否	是	是	是
妇科	桂枝茯苓胶囊	活血，化瘀，消癥。用于妇人瘀血阻络所致相关症状等。	否	是	是	是
	散结镇痛胶囊	软坚散结，化瘀定痛。用于痰瘀互结兼气滞所致相关症状；子宫内膜异位症。	否	否	是	是
心脑血管	天舒胶囊	活血平肝，通络止痛。用于血瘀阻络或肝阳上亢所致相关症状；血管神经性头痛、紧张性头痛。	否	否	是	是
	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。	否	否	是	是
骨伤科	通塞脉片	活血通络、益气养阴。用于轻中度动脉粥样硬化性血栓性脑梗死(缺血性中风中经络)恢复期气虚血瘀证；血栓性脉管炎（脱疽）的毒热证。	否	否	是	是
	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。	否	否	是	是
	腰痹通胶囊	活血化瘀，祛风除湿，行气止痛。用于血瘀气滞、脉络闭阻所致腰痛；腰椎间盘突出症。	是	是	是	是
	复方南星止痛膏	散寒除湿、活血止痛。用于骨性关节炎属寒湿瘀阻证。	否	是	是	是

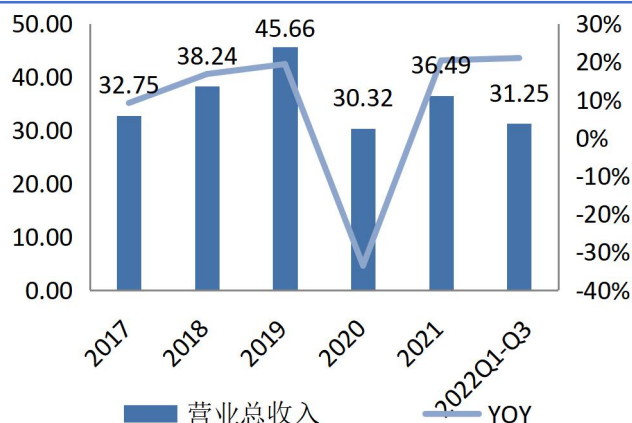
资料来源：2021 年公司年报，信达证券研发中心

2、注射剂业务企稳向好，杏贝止咳等单品放量驱动业绩增长

2020 年公司受到疫情影响，前三大品种业绩出现较大下滑：1) 疫情初期门诊量下滑，以及后续病源的减少，导致热毒宁注射液（处方药）和金振口服液（销售群体为儿童）两大品种销量下降幅度较大，销售量同比下滑 62.39%和 34.61%；2) 2019 年医保谈判降价使银杏二萜内酯葡胺注射液销售收入大幅下降。以上三大品种的综合影响造成公司 2020 年业绩呈现负增长。

2021 年公司实现营业收入 36.49 亿元（+20.34%），实现营业利润和净利润分别为 3.51 亿元（-0.12%）和 3.24 亿元（+18.36%）。2021 年公司注射液营收维持稳定增速，颗粒剂、冲剂和口服液产品快速增长：1) 金振口服液在部分省份陆续中标，推动口服液营收实现 6.66 亿元，同比增长 67.46%；2) 银杏二萜内酯葡胺注射液自 2019 年医保谈判降价后，2021 年业绩实现恢复性增长；3) 杏贝止咳颗粒销售额快速增长，推动颗粒剂、冲剂业务营收实现 1.37 亿，同比增长 64.67%。2022 年前三季度公司实现营业收入 31.25 亿元（+20.97%），实现归母净利润 2.81 亿元（+35.83%），业绩延续快速增长态势。

图 1：2017-2022 前三季度公司营业总收入情况（亿元）



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 2：2017-2022 前三季度公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind, 信达证券研发中心

据 2021 年公司年报，2021 年公司病毒感染、心脑血管领域产品营收都实现了不错的增长，药品保持较高的毛利率水平。其中银杏二萜内酯葡胺注射液、金振口服液、杏贝止咳颗粒等多品种克服了疫情影响，实现较快增长。

表 2：2021 年公司按治疗领域划分的经营数据情况

治疗领域	主要产品	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	营业收入同比 (%)	营业成本同比 (%)	毛利率比上年增减 (%)
妇科	桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊	44,722.16	13,453.51	69.92	7.99	23.46	-3.77
骨伤科	抗骨增生胶囊、复方南星止痛膏	54,824.41	18,596.41	66.08	3.37	1.29	0.7
病毒感染	热毒宁注射液、金振口服液、杏贝止咳颗粒	143,936.78	36,930.00	74.34	27.79	36.1	-1.57
心脑血管	银杏二萜内酯葡胺注射液	117,878.84	31,942.93	72.9	29.02	37.04	-1.59
合计		361,362.19	100,922.85	72.07	21.08	26.63	-1.23

资料来源：2021 年公司年报，信达证券研发中心

股权激励激发员工工作积极性。2022 年 4 月，公司实行限制性股票激励计划，授予限制性

股票 880 万股，并于 9 月进行相关调整。公司于 2022 年 6 月 29 日以 7.92 元/股的价格首次向包括公司董事、部分高级管理人员、研发系统及销售系统核心人员（不包括独立董事、监事）等 149 人，授予限制性股票 781.90 万股，预留限制性股票 98.10 万股。

表 3：康缘药业股权激励计划情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占限制性股票总数的比例	占授予时总股本的比例
王振中	副董事长	30.00	3.41%	0.05%
杨永春	董事兼总经理	30.00	3.41%	0.05%
吴云	董事兼副总经理	15.00	1.70%	0.03%
刘权	副总经理	20.00	2.27%	0.03%
高海鑫	副总经理	20.00	2.27%	0.03%
王传磊	副总经理	20.00	2.27%	0.03%
潘宇	副总经理	20.00	2.27%	0.03%
小计		155.00	17.61%	0.27%
中层管理人员及核心骨干（142 人）		626.90	71.24%	1.09%
首次授予合计（149 人）		781.90	88.85%	1.36%
预留部分		98.10	11.15%	0.17%
合计		880.00	100.00%	1.53%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

本次激励计划限制性股票的限售期分别为自限制性股票授予之日起 12 个月（30%）、24 个月（30%）和 36 个月（40%）。公司设定了 2022 - 2024 三个报告期的营业收入、净利润及非注射剂业务收入增速目标。

表 4：股权激励计划各年度业绩考核目标安排

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	公司需同时满足下列两个条件： (1) 以公司 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 22% ，或以公司 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 24% ； (2) 以公司 2021 年非注射剂产品营业收入为基数，2022 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22% 。
第二个解除限售期	公司需同时满足下列两个条件： (1) 以公司 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 20% ，或以公司 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 22% ； (2) 以公司 2022 年非注射剂产品营业收入为基数，2023 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 23% 。
第三个解除限售期	公司需同时满足下列两个条件： (1) 以公司 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 18% ，或以公司 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 20% ； (2) 以公司 2023 年非注射剂产品营业收入为基数，2024 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22% 。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

据公司公告，公司本次激励计划成本将在成本费用中列支。公司预计本计划股份支付费用的摊销对有效期内各年净利润影响不大，公司业绩提升将高于因其带来的费用增加。

表 5：股权激励对财务报告影响预计（公司测算）

	限制性股票数量（万股）	需摊销的总费用（万元）	2022 年（万元）	2023 年（万元）	2024 年（万元）	2025 年（万元）
首次授予	781.9	5051.07	1473.23	2188.8	1052.31	336.74
预留部分首批授予	35	226.1	65.95	97.98	47.1	15.07
合计	816.9	5277.17	1539.18	2286.78	1099.41	351.81

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、行业分析

1、坚持以创新驱动发展、中药研发实力行业领先

多项研发项目正在进行。据 2021 年公司年报，公司在研中药新药 30 余项、化药创新药 10 余项，已上市品种在研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。在已上市品种的培育方面，公司有序开展杏贝止咳颗粒、金振口服液、复方南星止痛膏、热毒宁注射液等主要品种的循证医学临床研究。同时深入进行一批已上市重点品种的基础研究，为药品的学术推广及临床合理用药提供有力支撑。其中主要研发项目 KYS202002A、氟诺哌齐片、金振口服液、麻杏止咳颗粒和紫辛鼻敏颗粒共计投入 0.80 亿元，占总研发投入的 15.74%。

表 6：公司主要研发项目基本情况（截至 2021 年底）

研发项目（含一致性评价项目）	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种	研发（注册）所处阶段
紫辛鼻敏颗粒临床研究	过敏性鼻炎	是	否	III 期临床研究
热毒宁颗粒临床研究项	流感	是	否	II 期临床研究
参清盆炎颗粒临床研究	盆腔炎性疾病后遗症	是	否	II 期临床研究
伤科天芍凝胶临床研究	急性软组织损伤	是	否	II 期临床研究
麻杏止咳颗粒临床研究	支气管哮喘	是	否	II 期临床研究
六味地黄苷糖片临床研究	更年期综合征	是	否	II 期临床研究
银杏二萜内酯滴丸临床研究	脑卒中恢复期	是	否	II 期临床研究
静脉炎颗粒临床研究	血栓性浅静脉炎急性期	是	否	获批临床许可
九味疏风平喘颗粒临床研究	支气管哮喘慢性持续期	是	否	获批临床许可
氟诺哌齐片临床研究	用于阿尔茨海默症	是	否	II 期临床研究
KYS202002A	多发性骨髓瘤	是	否	临床前研究
银杏二萜内酯葡胺注射液研究	活血通络。用于中风病中经络（轻中度脑梗死）	是	否	上市后再评价研究
热毒宁注射液研究	清热、疏风、解毒。用于外感风热所致感冒、咳嗽；上呼吸道感染、急性支气管炎。	是	否	上市后再评价研究
淫羊藿总黄酮胶 RCT 试验研究	温补肾阳、强筋健骨。用于原发性骨质疏松症肾阳虚证	是	否	上市后再评价研究
龙血通络胶囊 IV 期临床研究	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。	是	否	上市后再评价研究
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。	否	否	上市后再评价研究
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。	是	是	临床研究
桂枝茯苓胶囊美国 FDA 药品注册研究项目	用于原发性痛经。	是	否	临床研究

资料来源：2021 年公司年报，信达证券研发中心

研发投入持续稳步提高。公司坚持以创新驱动发展，专注提高自身产品实力，加大研发投入。据 2021 年公司年报统计，2021 年公司研发投入 509.77 万元，营收占比 13.97%，营收占比高于同行业可比公司。

表 7：同行业可比公司研发投入比较情况（百万元）

同行业可比公司	2021 年研发投入金额及营收占比	2020 年研发投入金额及营收占比	2019 年研发投入金额及营收占比
天士力	761.4 (9.58%)	600.25 (4.42%)	810.12 (4.26%)
步长制药	634.2 (4.02%)	722.49 (4.51%)	639.10 (4.48%)
以岭药业	837.9 (8.28%)	736.94 (8.39%)	515.02 (8.84%)
红日药业	292.1 (3.81%)	254.91 (3.93%)	237.66 (4.75%)
济川药业	544.6 (7.14%)	263.49 (4.27%)	231.42 (3.33%)
康缘药业	509.77 (13.97%)	395.47 (13.04%)	464.74 (10.18%)

资料来源：各公司 2019-2021 年报，信达证券研发中心

中药审评审批机制改革工作不断深入。自 2019 年国务院办公厅发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》开始，卫健委、医保局、药监局等相关配套政策相继落地，包括《中药注册分类及申报资料要求》，《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》，《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》等。

为遵循中医药发展规律，突出中药特色，国家药监局组织起草了《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》，曾于 2020 年 4 月 29 日公开征求意见。2022 年 11 月 11 日，国家药监局再次公开征求《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》意见，就中药注册优先事项、人用经验、临床试验豁免、引入真实世界研究证据、中药说明书修改等内容进行了规定，**提出优先审评条件，强调人用经验使用，引入真实世界证据。**

政策利好，加快推动中药创新发展。2021 年我国中药新药获批总数达到 12 个，较以往年度明显增加，中药新药发展进入新纪元。本次中药注册管理再征求意见政策中对人用经验、豁免临床和引入真实世界数据的强调有望进一步加快后续中药新药上市速度。

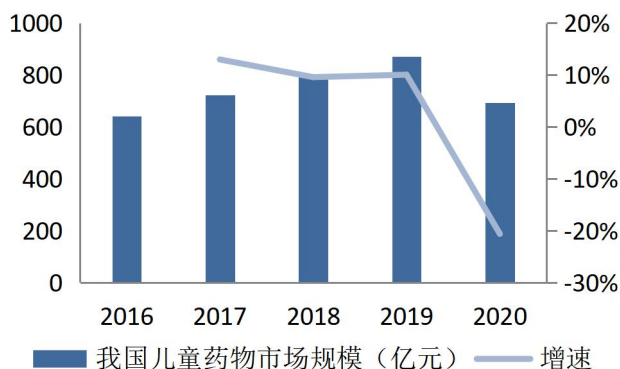
2、金振口服液所在儿药市场需求旺盛，杏贝止咳纳入基药放量较快

金振口服液：儿童药物市场广阔，抗感染药品需求旺盛：

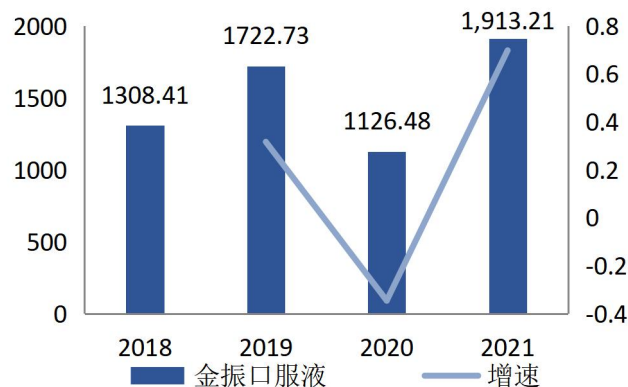
根据中国卫生健康统计年鉴，2016-2019 年我国儿童诊疗人次呈上升趋势。伴随诊疗人次逐步提高及政策利好的推动，儿童药物市场规模也在不断增长。根据米内网数据，2016-2019 年我国儿童药市场销售额复合增长率在 10% 以上，2020 年尽管受到疫情冲击，但仍有接近 700 亿元的市场规模，我们认为我国儿童药物市场未来发展潜力较好。

据公司官网，公司产品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，是治疗儿童痰热咳嗽的专用药。权威研究证实，该产品具有抑制新冠病毒的作用。2022 年 5 月，金振口服液被纳入《北京市新型冠状病毒肺炎中医药防治方案（试行第六版）》，是适用于 5 岁-10 岁儿童的轻型/普通型疫毒袭肺证和重型/危重型疫毒闭肺证的参考中成药。

品牌持续打响，政策助力扩大市场。据米内网统计，金振口服液入选 2021 年中国城市实体药店终端儿科中成药 TOP10 品牌，该年销售额超过 7 亿，同比增长 12.3%。据 2020 年公司年报，2020 年由于疫情导致的诊疗人数的减少及四类药限售政策，金振口服液销量下滑，但金振口服液作为基药和医保目录内品种，2021 年销售呈恢复性增长。我们认为其具备较好市场潜力。

图 3：2016-2020 中国儿童药物市场规模（亿元）


资料来源：米内网，信达证券研发中心

图 4：2018-2021 公司金振口服液销售量情况（万支）


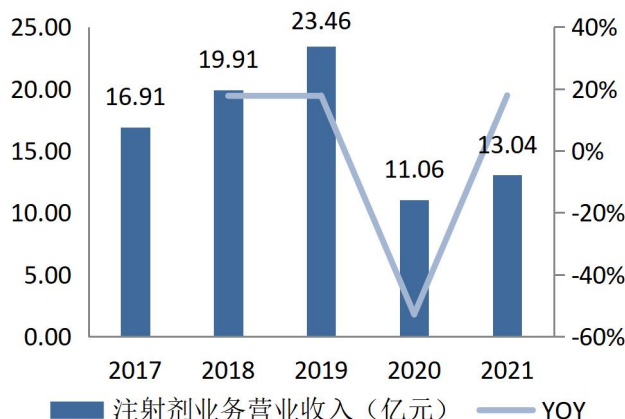
资料来源：2018-2021 年公司年报，信达证券研发中心

银杏二萜内酯葡胺注射液：纳入医保快速放量，发力缺血性脑卒中慢病领域：

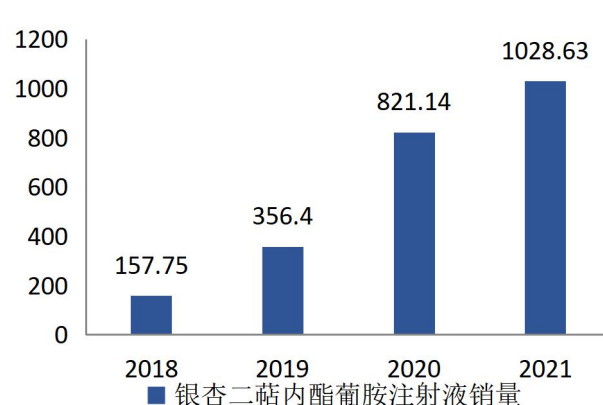
据《中国心血管健康与疾病报告 2020》，中国心血管病（CVD）患病率处于持续上升阶段，推算 CVD 现患人数 3.3 亿，其中脑卒中 1300 万；2018 年，中国居民脑血管病死亡率为 149.49/10 万，占总死亡人数的 22.33%，位居死因顺位的第 3 位，居民防治压力较重。

银杏二萜内酯葡胺注射液具有活血通络的功效，临床用于脑梗死的治疗。公司参与的《银杏二萜内酯强效应组合物的发明及制备关键技术与应用》研发项目获中华中医药学会提名，并获得 2018 年度国家技术发明奖二等奖。该项目在国际上首次从银杏叶中发现新化合物银杏内酯 K，发明了银杏内酯 A、B、K 组合抗缺血性脑卒中作用最佳的比例范围和制备方法，有效成分大于 98%；以 PAF 受体为靶点发明研制了上市新药--银杏二萜内酯及其注射液。多项临床研究、人体药代等研究证实，治疗缺血性脑卒中高效、安全，与现有银杏叶提取物注射剂相比，成分明确、机制清晰、疗效更优、药物经济学价值更高。《银杏二萜内酯葡胺注射液的脑血管保护作用研究》表明该产品为缺血性脑卒中治疗提供了同时具有抗血小板和神经保护作用、且出血风险低的创新药物。

公司银杏二萜内酯葡胺注射液被评为“2012 年中国十大重磅处方药”首位，2014 年被评为“国家重点新产品”，2017 年作为创新药谈判品种列入国家医保目录。

图 5：公司 2017-2021 注射剂业务收入情况


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 6：2017-2021 公司银杏二萜内酯葡胺注射液销量（万支）


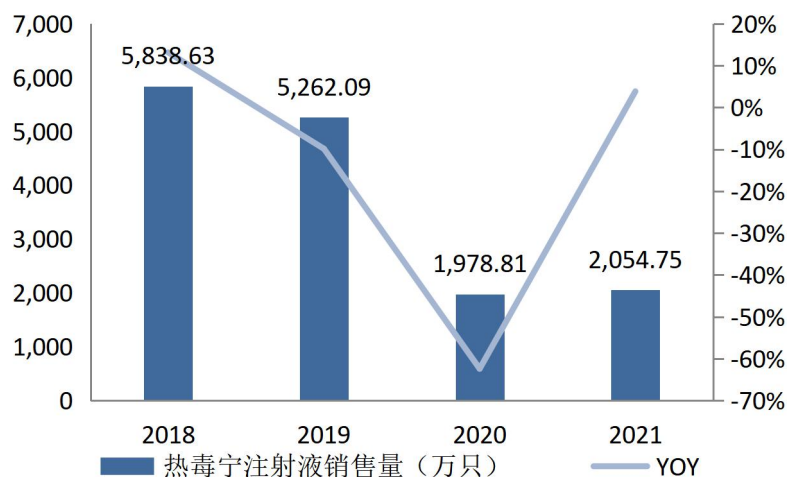
资料来源：2018-2021 年公司年报，信达证券研发中心

据公司年报，2020 年进入医保后销量提高，但由于产品单价降幅达 70.35%，导致销售收入同比下滑，注射液类业务负增长。2021 年，银杏二萜内酯葡胺注射液销量持续增长，销售 1028.63 万支，在 2021 年度国家医保谈判价格保持了稳定。2021 年针对银杏二萜内酯葡胺注射液进入上升发展的新阶段，公司加强精细化管理，统筹推进医院开发和已开发医

院上量，我们认为这将有利于该产品业绩增长。

热毒宁注射液为公司独家品种，是在老中医临床经验方的基础上，历经 10 年时间研发的拥有自主知识产权的中药注射剂，临床上用于外感风热所致感冒、咳嗽，上呼吸道感染、急性支气管炎等。本品于 2022 年被纳入国家卫健委《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》试行第九版，可配合治疗重症和危重症的新冠患者。

图 7：2018-2021 公司热毒宁注射液销量情况



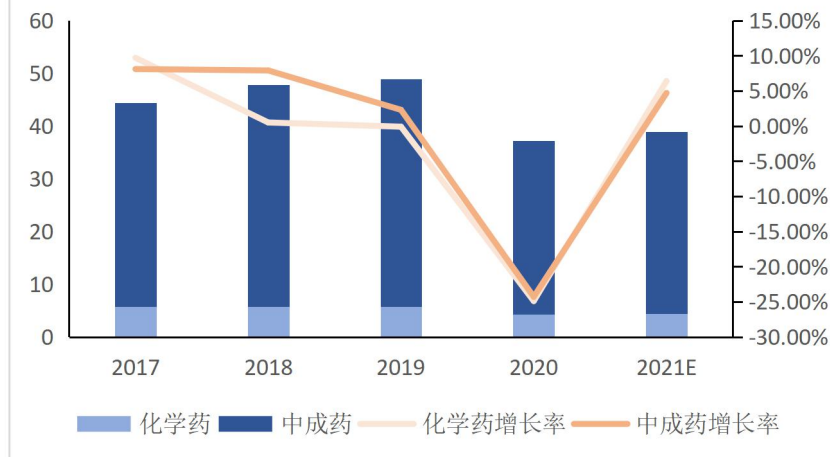
资料来源：2018-2021 年公司年报，信达证券研发中心

2017 年版医保目录明确限制了 26 种中药注射剂的使用，其中热毒宁注射液仅限二级及以上医疗机构重症患者使用。据公司年报，2020 年受疫情影响医院常规门诊未能正常接诊，公司热毒宁注射液销量同比大幅下降。2021 年随着疫情好转以及公司开展热毒宁注射液在成人科室拓展的系列学术活动，热毒宁注射液销售实现恢复性增长。

杏贝止咳颗粒：纳入基药目录，具有放量潜力：

止咳类零售市场中成药份额高于化药。据米内网统计，2017-2021 年，我国重点城市止咳用药零售端销售份额中成药占比高于化药，虽然 2020 年受到疫情的影响使得止咳类药物销售受到一定管控，但整体零售市场中止咳类中成药仍拥有份额优势。

图 8：2017-2021E 我国重点城市实体药店止咳用药销售额变化（亿元）



资料来源：米内网，医学医药网，信达证券研发中心

公司指出，杏贝止咳颗粒可用于感染后咳嗽、上气道咳嗽综合征等急性、亚急性、慢性咳嗽的治疗，凭借其确切疗效被多项指南共识推荐，被列入《中成药防治新型冠状病毒肺炎

专家共识（2022）》。杏贝止咳颗粒于 2019 年开始执行基药目录，经过两年销售推广，推动 2021 年公司颗粒剂、冲剂业务营收同比上涨 52.09%。

据 2021 年公司年报，为提升金振口服液和杏贝止咳颗粒等核心产品品牌力，公司开展了以“金声玉振”“杏好有你”等为代表的兼具品牌联想效应的学术活动促进销售，为其他区域学术活动开展发挥了良好示范效应。

3、散寒化湿颗粒新品上市，未来有望纳入医保加速放量

新冠疫情发生后，中医药通过临床筛选出的有效方剂“三药三方”，发挥了重要的作用。“三药”即金花清感颗粒、连花清瘟颗粒和胶囊、血必净注射液，“三方”是指清肺排毒汤、化湿败毒方、宣肺败毒方 3 个方剂，国家药监局已经批准将治疗新冠肺炎纳入到“三药”新的药品适应症中。今年一季度国内疫情严重，上海针对阳性感染者，中药使用率稳定保持在 98% 以上。市级中医专家组和各定点医院按照第九版诊疗方案中药方案开展临床诊治，结合海派中医辨证特色，取得较好效果，临床数据初步表明，在加快出院率、阻断进展方面显示了独特优势。

图 9：新冠诊疗方案第九版中医药疗法

临床阶段	适用范围	证候	推荐处方/中成药/穴位
医学观察期	-	-	藿香正气胶囊（丸、水、口服液） 金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）、疏风解毒胶囊（颗粒）
临床治疗期 (确诊病例)	各证型酌情使用	-	清肺排毒汤、清肺排毒颗粒
	轻型	寒湿郁肺证	处方：寒湿疫方（亦适用于普通型患者） 处方：槟榔 10g、草果 10g、厚朴 10g、知母 10g、黄芩 10g、柴胡 10g、赤芍 10g、连翘 15g、青蒿 10g(后下)、苍术 10g、大青叶 10g、生甘草 5g
		湿热蕴肺证	中成药：金花清感颗粒 中成药：连花清瘟胶囊（颗粒） 针灸治疗推荐穴位：合谷、后溪、阴陵泉、太溪、肺俞、脾俞
		疫毒内陷证	处方：宣肺败毒方 中成药：宣肺败毒颗粒
	普通型	湿毒郁肺证	处方：苍术 15g、陈皮 10g、厚朴 10g、藿香 10g、草果 6g、生麻黄 6g、羌活 10g、生姜 10g、槟榔 10g
		寒湿阻肺证	处方：宣肺润燥解毒方 中成药：金花清感颗粒 中成药：连花清瘟胶囊（颗粒） 针灸治疗推荐穴位：内关、孔最、曲池、气海、阴陵泉、中脘
		疫毒内陷证	处方：化湿败毒方 中成药：化湿败毒颗粒
	重型	气营两燔证	处方：生石膏 30~60g（先煎）、知母 30g、生地 30~60g、水牛角 30g（先煎）、赤芍 30g、玄参 30g、连翘 15g、丹皮 15g、黄连 6g、竹叶 12g、葶苈子 15g、生甘草 6g 中成药：喜炎平注射液、血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液
		内闭外脱证	处方：人参 15g、黑顺片 10g（先煎）、山茱萸 15g，送服苏合香丸或安宫牛黄丸。出现机械通气伴腹胀便秘或大便不畅者，可用生大黄 5~10g。出现人机不同步情况，在镇静和肌松剂使用的情况下，可用生大黄 5~10g 和芒硝 5~10g 中成药：血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液、参附注射液、生脉注射液、参麦注射液
	恢复期	肺脾气虚证	处方：法半夏 9g、陈皮 10g、党参 15g、炙黄芪 30g、炒白术 10g、茯苓 15g、藿香 10g、砂仁 6g（后下）、甘草 6g
		气阴两虚证	处方：南北沙参各 10g、麦冬 15g、西洋参 6g、五味子 6g、生石膏 15g、淡竹叶 10g、桑叶 10g、芦根 15g、丹参 15g、生甘草 6g 针灸治疗推荐穴位：足三里（艾灸）、百会、太溪

资料来源：新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版），信达证券研发中心

新中药散寒化湿颗粒批准上市，成为业绩增长新动能。据公司公告，散寒化湿颗粒是依据第六版至第九版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》中的“寒湿疫方”研制开发而成。该处方由麻杏石甘汤、神术散、达原饮、藿朴夏苓汤、葶苈大枣泻肺汤等五个古代经典名方加减化裁而来。该药品的同类品种有清肺排毒颗粒、宣肺败毒颗粒、化湿败毒颗粒。2022 年 10 月，国家药监局批准公司 3.2 类中药新药散寒化湿颗粒上市，用于寒湿郁肺所致疾病。

11月23日康缘药业散寒化湿颗粒上市售卖，定价289元/盒（10g*10袋），我们假设未来进医保后降幅按50%计算，假设一个疗程用量42袋（7天*6袋/天），则单人治疗费用测算为607元。

缓解新冠症状疗效显著，为抗疫做出贡献。散寒化湿颗粒在全国抗疫中做出了突出的贡献，据天府财经网报道，武昌区卫健委资料显示，该药在武汉覆盖人群5万人，使用72.3万服。在使用该方后，新冠肺炎患者确诊率呈现断崖式下降，用药4天后确诊率从90%下降至30%，同时该药能显著降低轻型/普通型患者转重率和复阳风险。

三、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测和假设

我们假设：

(1) 工业企业国内销售：我们预计 2022-2024 期间整体工业销售收入同比增速为 23.84%/23.47%/25.86%，其中注射剂业务收入同比增速预计为 20.07%/13.65%/14.13%，胶囊业务收入同比增速预计为 13.13%/13.90%/14.80%，口服液业务收入同比增速预计为 47.24%/47.81%/48.26%，片丸剂业务收入同比增速预计为 25.42%/29.01%/28.74%，贴剂业务收入同比增速预计为 5%/5%/5%，颗粒剂业务收入同比增速预计为 52.79%/45.90%/47.05%，凝胶剂业务收入同比增速预计为 10%/10%/10%。

(2) 其他业务：按业务历史增速，2021 年其他业务业务收入 0.35 亿元，我们假设 2022-2024 年该业务营收分别同比增长 5.00%、5.00%、5.00%。

(3) 期间费用率：考虑历史情况和公司发展战略，我们预计 2022-2024 年销售费用率分别为 26.62%/27.00%/27.80%；考虑股权激励摊销费用，预计 2022-2024 年管理费用率分别为 3.00%/5.00%/5.00%；预计 2022-2024 年研发费用率分别为 2.90%/2.90%/2.90%。

表 8：康缘药业盈利预测假设

	指标	2021A	2022E	2023E	2024E
工业企业国内销售	营业收入（亿元）	36.14	44.75	55.26	69.54
	YOY	21.07%	23.84%	23.47%	25.86%
其他业务	营业收入（亿元）	0.35	0.37	0.39	0.41
	YOY	-25.53%	5%	5%	5%
费用率	销售费用率	26.62%	26.62%	27.00%	27.80%
	管理费用率	1.97%	3.00%	5.00%	5.00%
	研发费用率	2.90%	2.90%	2.90%	2.90%

资料来源：wind, 信达证券研发中心

2、盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 45.12/54.92/68.27 亿元，归母净利润分别为 4.18/5.16/6.45 亿元，EPS 分别为 0.71/0.88/1.10 元，PE 分别为 27/22/18X。

表 9：康缘药业盈利预测结果

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,032	3,649	4,512	5,492	6,827
同比（%）	-33.6%	20.3%	23.7%	21.7%	24.3%
归属母公司净利润（百万元）	263	321	418	516	645
同比（%）	-48.1%	21.9%	30.4%	23.4%	25.0%
毛利率（%）	72.9%	71.9%	70.9%	71.0%	71.1%
ROE%	6.3%	7.4%	8.7%	9.7%	10.8%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.55	0.71	0.88	1.10
P/E	22.61	22.32	27.40	22.21	17.77

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 12 月 19 日收盘价

3、估值结论与投资评级

康缘药业可比公司为以岭药业、济川药业、新天药业，2022 年行业可比公司平均 PE 估值为 25.51 倍。公司目前估值高于可比公司平均水平，我们看好公司创新实力和产品潜力，首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表 10：康缘药业可比公司估值结果

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002603.SZ	以岭药业*	679.47	13.44	18.16	21.00	50.56	37.42	32.36
600566.SH	济川药业*	260.14	17.19	20.48	23.16	15.13	12.70	11.23
002873.SZ	新天药业	33.54	1.01	1.27	1.65	33.21	26.41	20.33
行业均值						32.97	25.51	21.31
600557.SH	康缘药业*	114.52	3.21	4.18	5.16	22.32	27.40	22.21

资料来源：Wind,信达证券研发中心，注：收盘价截至 2022 年 12 月 19 日，*为信达证券研发中心预测，其余均为 Wind 一致性预测

四、 风险因素

1、 产品质量控制风险

药品质量风险主要来自于两方面：固有风险和管理风险。其中质量标准风险、不良反应风险是药品固有风险，管理风险则贯穿药品从原辅料购进到生产加工、医患使用的全部过程，主要包括原材料供应、生产管理、药品流通、医患使用等环节出现的风险。虽然公司建立产品质量管理的长效机制和全面质量管理体系，但不能排除这类风险发生的可能。

2、 药品市场准入风险

随着国家 4+7 带量采购扩围，分级诊疗、一致性评价、医联体等政策全面铺开，全国各地都在探索不同的医改模式。医保采购价格进行全国联动，二次议价、最低价中标政策频出，医保控费越来越严格，如若未来出现政策的收紧，将会对公司的短期盈利水平产生一定的不利影响。

3、 研发风险

公司每年投入大量的研发经费用于产品开发和技术创新。但新药研发周期长，投资大，风险性较高，其关键风险环节为立项。如果研发方向选择错误，不能研发出适销对路的产品或研发失败均会造成公司研发费用流失，将会对公司现金流以及经营上造成较大困难。

4、 政策变化风险

近年来行业事件时有发生，对医药市场不断产生冲击，也促使了国家相关法律法规的频频出台，药品调价、医保控费、招标限价已呈常态化。药品标准不断提高，监管政策更加严格。辅助用药目录、医院重点监控药品及中药注射剂目录等出台，会对整个医药行业的利润造成冲击。

5、 股价短期波动风险

近期国内新冠防疫政策逐步优化，催化感冒药囤药热潮，公司股价存在短期波动风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,886	2,874	3,525	4,416	5,640
货币资金	769	937	991	1,455	2,128
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	955	732	902	1,100	1,367
预付账款	52	32	42	51	63
存货	377	338	683	829	1,027
其他	733	834	907	980	1,054
非流动资产	3,233	3,144	3,262	3,172	3,167
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产(合计)	2,542	2,450	2,455	2,420	2,387
无形资产	341	283	377	397	415
其他	346	407	426	352	361
资产总计	6,119	6,018	6,787	7,588	8,807
流动负债	1,696	1,453	1,745	2,011	2,562
短期借款	488	235	0	0	0
应付票据	39	39	56	65	82
应付账款	242	321	398	491	604
其他	927	859	1,291	1,455	1,876
非流动负债	96	92	92	92	92
长期借款	0	0	0	0	0
其他	96	92	92	92	92
负债合计	1,792	1,545	1,838	2,103	2,654
少数股东权益	160	168	172	177	183
归属母公司股东权益	4,167	4,304	4,778	5,308	5,969
负债和股东权益	6,119	6,018	6,787	7,588	8,807

重要财务指标					
单位:百万					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,032	3,649	4,512	5,492	6,827
同比(%)	-33.6%	20.3%	23.7%	21.7%	24.3%
归属母公司净利润	263	321	418	516	645
同比(%)	-48.1%	21.9%	30.4%	23.4%	25.0%
毛利率(%)	72.9%	71.9%	70.9%	71.0%	71.1%
ROE%	6.3%	7.4%	8.7%	9.7%	10.8%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.55	0.71	0.88	1.10
P/E	22.61	22.32	27.40	22.21	17.77
P/B	1.43	1.66	2.40	2.16	1.92
EV/EBITDA	11.75	12.87	16.01	14.06	10.84

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,032	3,649	4,512	5,492	6,827
营业成本	822	1,025	1,312	1,593	1,973
营业税金及附加	45	61	75	92	114
销售费用	1,302	1,583	1,850	2,252	2,799
管理费用	153	162	180	220	273
研发费用	380	499	632	769	956
财务费用	22	8	11	9	15
减值损失合计	3	1	0	0	0
投资净收益	3	4	5	6	8
其他	40	36	43	53	66
营业利润	351	351	500	617	771
营业外收支	-57	-23	0	0	0
利润总额	294	328	500	617	771
所得税	20	4	78	96	120
净利润	274	324	422	520	651
少数股东损益	11	4	4	5	6
归属母公司净利润	263	321	418	516	645
EBITDA	489	509	663	723	875
EPS(当年)(元)	0.45	0.55	0.71	0.88	1.10

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	701	908	601	558	854
净利润	274	324	422	520	651
折旧摊销	161	191	201	155	163
财务费用	23	11	5	0	0
投资损失	-3	-4	-5	-6	-8
营运资金变动	248	385	-21	-110	50
其它	-2	1	-1	-1	-2
投资活动现金流	-73	-297	-307	-94	-181
资本支出	-190	-142	-259	-47	-135
长期投资	99	-158	-50	-50	-50
其他	18	4	2	3	5
筹资活动现金流	-268	-443	-240	0	0
吸收投资	0	4	0	0	0
借款	-197	-254	-235	0	0
支付利息或股息	-71	-13	-5	0	0
现金流净增加额	361	169	54	464	673

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com

华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。