

康缘药业 (600557)

国内中药创新龙头，创新产品梯队丰富 买入 (首次)

2023 年 01 月 08 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,649	4,374	5,604	7,033
同比	20%	20%	28%	26%
归属母公司净利润 (百万元)	321	400	515	644
同比	22%	25%	29%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.55	0.68	0.88	1.10
P/E (现价&最新股本摊薄)	36.26	29.06	22.57	18.04

关键词: #股权激励 #困境反转

投资要点

- **核心逻辑:** 1) 公司是我国中药创新药龙头, 打造了丰富独家、基药、医保产品群, 在营销体系不断优化背景下, 业绩快速修复; 2) 我们看好公司丰富的产品储备梯队旗下大单品二萜内酯、热毒宁、金振口服液等对标主要竞品均有翻倍成长空间, 二线品种杏贝止咳颗粒、参乌益肾片等目前基数较小, 同样具备较大长空间。
- **中药创新药引领者, 强研发投入打造丰富得产品梯队与在研产品:** 公司是我国中药创新药引领者, 多年来研发投入不断加强, 22 年前三季度研发费用率达 14% (18 年为 8%), 近 5 年始终高于同类公司。目前拥有 203 个批件, 43 个中药独家品种; 47 个 18 版基药品种, 其中独家品种为 6 个。截至 22 年底, 公司有 23 个中药新药处于申请临床及以上阶段, 三期临床 3 个, 二期临床 12 个; 同时公司注重研发成果转化, 21-22 年获批的 20 个中药新药中, 公司占 3 个, 领先于同类上市公司。
- **基药品种驱动业绩新增长, 新版目录有望纳入 2-3 个新品种:** 公司依托“基药 986”使用原则, 持续释放基药品种发展潜能, 七大基药品种品种销售额 2021 年已占到公司总收入的 56.61%, 公司销售结构显著改善。其中金振口服液在纳入基药目录后持续快速放量, 在儿科中成药领域地位稳固, 2022 年前三季度增速接近 70%, 销售额即将突破 10 亿元。考虑到我国儿科用药短缺现状, 未来金振口服液销售额有望突破 20 亿元; 杏贝止咳颗粒等其余产品目前基数较小, 但增长迅猛, 未来有望成长为 5 亿级。此外, 新版基药目录调整在即, 参照历史情况, 我们认为新版基药目录有望新纳入公司 2-3 个独家品种, 进一步拓宽公司独家基药产品群。
- **中药注射剂型行业触底反弹, 大单品二萜内酯、热毒宁业绩修复明显:** 中药注射剂样本医院销售额 21 年降幅已收窄至 1.6% (20 年降幅为 29%), 此外中药注射剂在疫情中得到认可、丹红解除限制等均表明中药注射剂行业已触底反弹。公司大单品二萜内酯 21 年销量突破 1000 万支, 基本抹平医保续约降价的缺口, 考虑到其有效成分、临床认可度高等优势, 对标悦康通销售情况, 二萜内酯未来销售额有望达 20 亿元; 热毒宁同样止住下滑, 22 年前三季度院端恢复明显, 并在以往薄弱西北地区快速放量, 对标主要竞品喜炎平销售情况, 热毒宁销售额未来有望重回 10 亿元。
- **销售体系改革不断深化, 助力公司将产品优势转化为业绩成果:** 公司自 2021 年以来持续进行营销体系改革, 1) 由各主管组建销售团队, 实行医院主管负责制; 2) 淘汰末尾人员, 2021 年销售人员人均创收大幅提高至 126 万元 (+74%); 3) 医院主观团队内部区分口服和注射剂; 4) 发布股权激励计划, 激发团队积极性。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司的产品储备丰富, 且临床效果认可度高, 同时营销改革不断深化下有望进一步将公司的研发优势转化为销售成果, 我们预计公司 2022-2024 年间归母净利润为 4/5.15/6.44 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 29/23/18 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 重大政策变更风险, 市场竞争加剧风险, 研发进展不及预期风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.88
一年最低/最高价	10.10/27.50
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	11,459.41
总市值(百万元)	11,621.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.84
资产负债率(% ,LF)	22.64
总股本(百万股)	584.60
流通 A 股(百万股)	576.43

相关研究

《康缘药业(600557): 更积极进取、并购与健康!》

2015-06-16

内容目录

1. 中药创新药引领者，丰富产品储备助力公司迈上新平台	5
1.1. 四十七年风雨兼程，打造强大产品储备	5
1.2. 股权结构清晰，核心团队趋于稳定	7
1.3. 克服疫情负面影响，公司业绩触底反弹	8
1.3.1. 疫情后业绩回升，产品结构优化	8
1.3.2. 盈利水平稳定，费用率管理平稳	10
2. 国务院、国家药监局、医保局先后出台政策，支持中药发展	10
2.1. 从顶层设计到执行措施，多项政策出台鼓励中医药传承创新发展	10
2.2. 中药新药：改革注册分类，中药新药申报获批进展加快	11
2.3. 中药注射剂：政策边际趋缓，临床证据完善品种迎来发展机遇	14
3. 非注射剂基药品种引领增长，注射剂型业绩快速恢复	15
3.1. 基药品种焕发生机，金振口服液有望冲击二十亿体量	15
3.1.1. 金振口服液：儿科用药稀缺背景下，基药品种优势明显	16
3.1.2. 杏贝止咳颗粒、桂枝茯苓胶囊等基药产品构成丰富的二线产品梯队	18
3.2. 中药注射剂大单品临床认可度高，业绩快速修复	20
3.2.1. 银杏二萜内酯葡胺注射液：有效成分含量高，业绩持续快速放量	20
3.2.2. 热毒宁注射液：认可度持续加强，营销优化推动业绩快速修复	23
4. 未来的康缘：研发优势在销售改革下有望不断转化为销售强势	25
4.1. 强研发投入构成丰富在研管线，形成公司研发优势护城河	25
4.2. 销售体系改革不断深化，有望将研发优势转化为销售强势	27
5. 盈利预测与投资评级	29
6. 风险提示	31

图表目录

图 1: 公司股价表现（百分比）及历史里程碑.....	7
图 2: 康缘药业股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）.....	7
图 3: 康缘药业营业收入及增速.....	9
图 4: 康缘药业归母净利润及增速.....	9
图 5: 公司各类产品收入占比.....	9
图 6: 2021 年公司营收结构.....	10
图 7: 2021 年公司毛利结构.....	10
图 8: 公司毛利率与归母净利率.....	10
图 9: 公司三费率及研发费用率.....	10
图 10: 中药注册分类新旧标准.....	12
图 11: 2016-2022 年我国新药申报情况.....	12
图 12: 2012-2022 年我国新药审批情况.....	12
图 13: 中药注射剂发展历程.....	14
图 14: 2017-2022 前三季度样本医院中药注射剂销售额（亿元）.....	15
图 15: 2015-2021 中成药及中药注射剂不良反应在所有不良反应中占比.....	15
图 16: 康缘药业主要产品.....	15
图 17: 儿童用药利好政策.....	16
图 18: 金振口服液样本零售药店销售额.....	17
图 19: 金振口服液样本医院销售额.....	17
图 20: 金振口服液销售收入预测.....	18
图 21: 杏贝止咳颗粒样本医院销售额.....	19
图 22: 苏黄止咳胶囊样本医院销售额.....	19
图 23: 桂枝茯苓胶囊样本医院销售额.....	19
图 24: 中国 40 岁以上人群卒中患病率.....	20
图 25: 中国城乡居民卒中粗死亡率.....	20
图 26: 银杏叶提取物主要成分历年文献数量图.....	21
图 27: 二萜内酯样本医院销售收入.....	22
图 28: 银杏二萜内酯葡胺注射液以量换价情况.....	22
图 29: 热毒宁注射液药理作用.....	24
图 30: 热毒宁注射液样本医院 2017-2022Q1-Q3 销售情况.....	25
图 31: 热毒宁注射液销售额预测.....	25
图 32: 公司研发投入情况.....	26
图 33: 2022 前三季度年中药上市公司研发占比.....	26
图 34: 康缘药业中药在研管线.....	26
图 35: 公司销售改革历程.....	27
表 1: 康缘药业主要产品梳理.....	5
表 2: 公司核心管理团队.....	8
表 3: 国家鼓励中药发展政策.....	11
表 4: 2021-2022 年中成药新药获批上市情况.....	13
表 5: 2021 年中国公立医疗机构终端儿科中成药 TOP10 品牌.....	17

表 6: 主要银杏叶制剂对比.....21

表 7: 银杏二萜内酯葡胺注射液上市后安全性再评价.....22

表 8: 我国银杏二萜内酯葡胺注射液销售额预测.....23

表 9: 三类中成药注射液与利巴韦林疗效对比.....24

表 10: 公司股权激励计划.....28

表 11: 收入预测（百万元）.....30

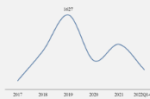
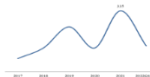
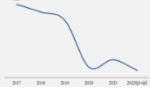
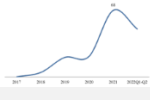
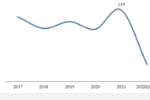
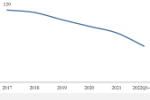
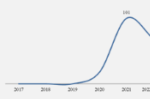
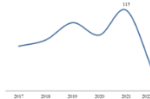
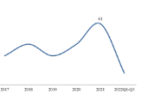
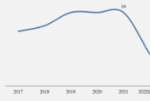
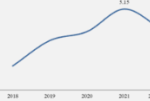
表 12: 可比公司估值.....31

1. 中药创新药引领者，丰富产品储备助力公司迈上新平台

1.1. 四十七年风雨兼程，打造强大产品储备

康缘药业前身连云港中药厂于1975年成立，1996年云港中药厂改制，康缘制药成立，随后于2002年上市。目前，康缘药业已成长作为一家集中药研发、生产、销售为一体的大型中药企业，产品主要覆盖抗感染、骨科、妇科、心脑血管等领域。公司始终以中药研发为核心，截至2022年中报，公司共有药品生产批件203个，其中43个药品为中药独家品种；106个品种纳入2021版国家医保目录，包含23个独家品种；47个品种进入国家基药目录，其中独家品种6个。

表1：康缘药业主要产品梳理

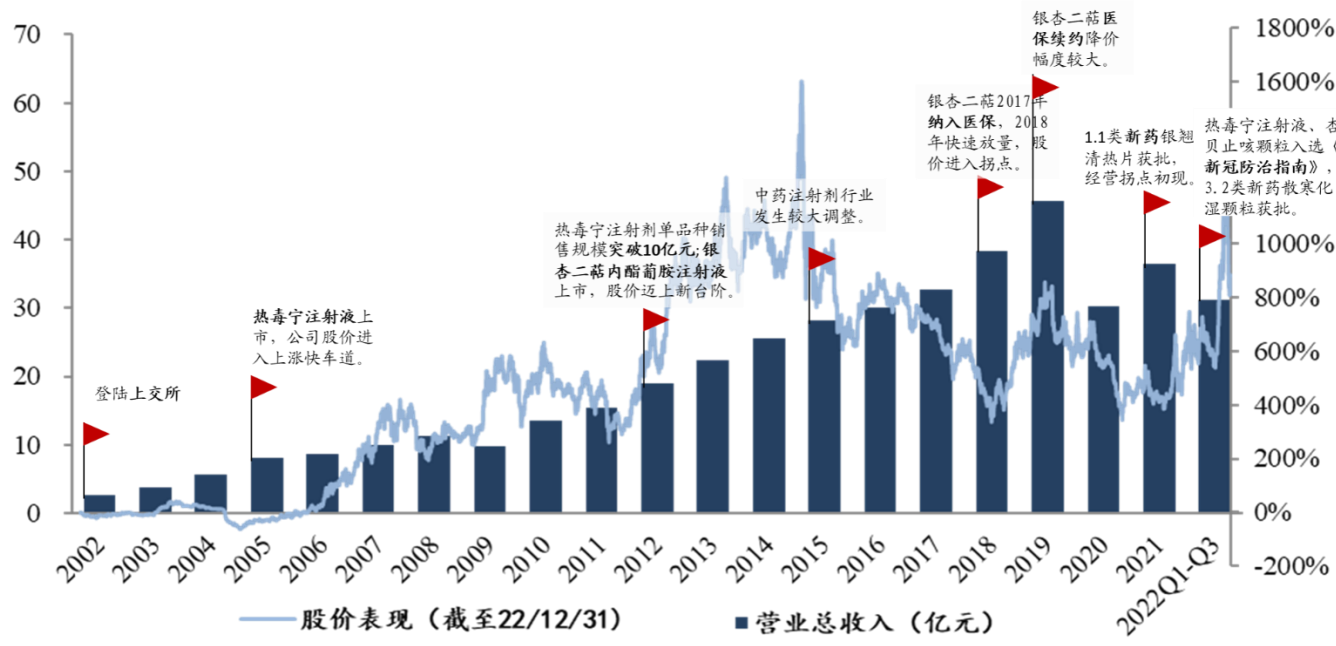
产品	图例	适应症	独家	基药	医保	样本医院销售 额	样本零售端销售 额
银杏二萜 内酯葡胺 注射液		心脑血管疾病用药，可治疗中风病中经络恢复期痰瘀阻络症等。	是	否	乙类		-
金振口服 液		儿科用药，用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者等。	是	是	乙类		
热毒宁注 射液		上呼吸道感染、急性支气管炎见上述证候者等。	是	否	乙类		-
杏贝止咳 颗粒		用于外感咳嗽属表寒里热证等	是	是	乙类		-
复方南星 止痛膏		用于寒湿瘀阻所致的关节疼痛等	是	是	甲类	-	
桂枝茯苓 胶囊		用于妇人瘀血阻络所致经闭、痛经、产后恶露不尽等。	是	是	甲类		
参乌益肾 片		用于改善慢性肾小球肾炎所致的慢性肾衰竭等。	是	否	乙类		-
腰痹通胶 囊		用于血瘀气滞、脉络闭阻所致的腰痛等。	是	是	甲类		
天舒片		用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久等	是	否	甲类		

数据来源：公司官网，开思数据库，东吴证券研究所

自康缘药业 2002 年登录上交所以来，公司历经数轮成长：

- 2005 年-2012 年，公司主打品种热毒宁注射液成功上市，在有妇科、骨科、抗感染、抗肿瘤、心脑血管等五大领域形成丰富的产品梯队。桂枝茯苓胶囊已覆盖近 3000 家医院，妇科用药形成公司第一梯队，热毒宁注射液等形成二线梯队。**公司股价表现同步进入快车道。**
- 2012 年-2015 年，公司热毒宁注射剂单品销售规模突破 10 亿元，同年另一重磅产品银杏二萜内酯葡胺注射液获批，2013 年桂枝茯苓胶囊、骨科品种腰痹通胶囊、复方南星止痛膏新纳入《基药目录》，此后二萜内酯陆续进入地方医保目录，**公司股价迈上新平台。**
- 2015-2017 年，医保控费力度趋严、招标降价成为常态。控制医疗机构药占比，禁止门诊输液等国家和省、市医改政策和制度规范密集颁布执行。中药注射剂行业发生较大调整，**公司股价同样发生较大调整。**
- 2018-2019 年，银杏二萜内酯葡胺注射液于 2017 年通过国家医保谈判，解决准入问题，中标价 316 元/盒，降幅较为温和，随后于 2018 年迅速放量，至 2019 年样本医院销售额已突破 16 亿元。同时公司独家品种金振口服液、杏贝止咳颗粒新入选 2018 版基药目录，产品梯队完善，**股价表现也同步上涨。**
- 2019-2021 年，银杏二萜内酯葡胺注射液医保续约价格降幅较大，为 93.7 元/盒，对公司现有价格体系造成较大冲击，叠加公司经营换届等因素，公司营收情况受到较大影响，**致使股价进入调整期。**
- 2021 年至今，公司 1.1 类新药银翘清热片获批，内部销售体系改革持续推进，公司经营拐点出现；此外，公司积极参与全国抗疫，在武汉抗疫过程中，公司提供“寒湿疫方”，参与救治人次超过 5 万人，热毒宁注射液、杏贝止咳颗粒等产品也被录入《新冠防治指南》第六至第九版。“寒湿疫方”转化而来的散寒化湿颗粒也于 2022 年 10 月获批，并以 297 元/盒的价格于 2022 年 12 月纳入江苏省地方医保。公司新产品不断上市获批+经营改善不断兑现，**公司开启新一轮成长。**

图1：公司股价表现（百分比）及历史里程碑

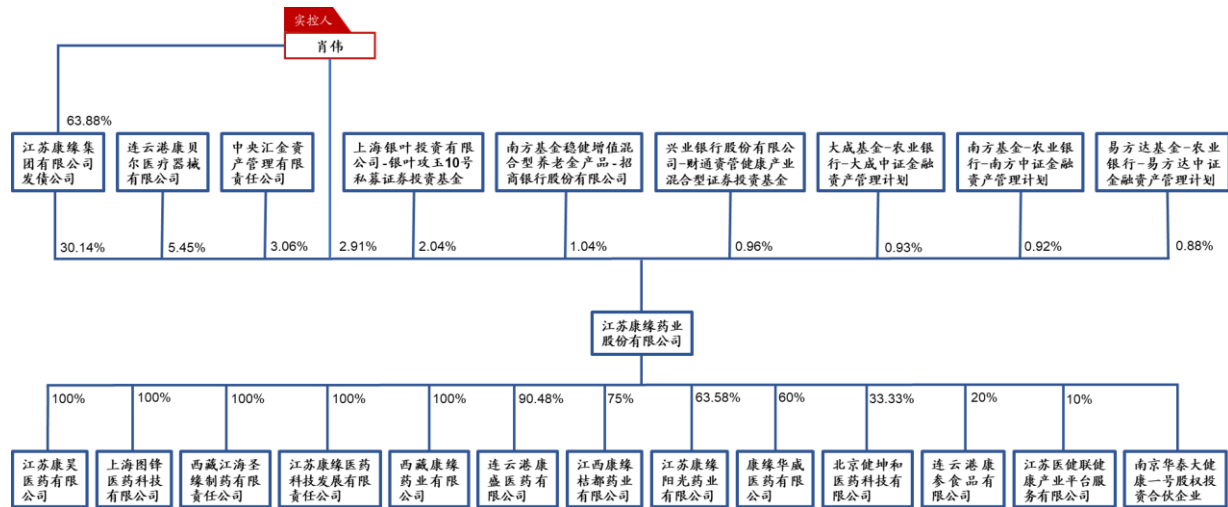


数据来源：公司公告，Wind, 东吴证券研究所

1.2. 股权结构清晰，核心团队趋于稳定

公司股权结构清晰，持股情况较为集中。第一大股东为江苏康缘集团有限公司，持有公司股份 30.14%，公司董事长肖伟直接持股公司 2.91%股份，通过江苏康缘集团间接持有公司股份 19.25%，合计持股 22.16%，为康缘药业实际控制人。

图2：康缘药业股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

院士领衔，管理团队趋于稳定后发挥共振效应。公司董事长肖伟先生在中药新药创制、生产过程质控、智能制造领域研究 30 余年，2021 年因中药新药创制领域的贡献当选中国工程院院士，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，享受国务院政府特殊津贴。

公司其余管理层同样拥有丰富的行业从业经验，总经理杨永春提拔自公司内部，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。副总经理刘权、吴云等同样在公司从业接近 20 年；其余管理层则分别来自同业不同企业，在业内拥有丰富的管理经验。自 2021 年以来，公司管理层逐步趋于稳定，有利于公司集中力量，专注于公司经营，有望将公司的传统研发优势逐步转化为销售成果，助力公司收入体量迈上新台阶。

表2: 公司核心管理团队

职位	姓名	个人经历
董事长	肖伟	中国工程院院士，中药学博士，研究员，博导，第十一、十二、十三届全国人大代表，现任中药制药过程新技术国家重点实验室主任，在中药新药创制、智能制造领域研究 30 余年。
副董事长	王振中	博士研究生，研究员级高级工程师。历任质量管理部部长、中药研究所副所长、化药研究所所长、科研总监、研究院执行院长等。
总经理	杨永春	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 月起任公司副总经理，2019 年 12 月起任公司第七届董事会董事。
副总经理	刘权	2000 年进入公司，江苏康缘药业股份有限公司销售代表、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。
副总经理	吴云	2003 年进入公司，江苏康缘药业股份有限公司中药研究所研究员、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 月任江苏康缘药业股份有限公司研究院研发总监；2019 年 12 月至今，任江苏康缘药业股份有限公司副总经理。
副总经理	潘宇	曾经先后在西安杨森制药、赛诺菲安万特制药、辉瑞投资、微岩医学科技担任营销相关的管理职务。2021 年 7 月加入公司，现任江苏康缘药业股份有限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。
副总经理	王传磊	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，江苏康缘药业股份有限公司尤赛金事业部销售总监，现任销售系统招商代理、零售、第三终端业务板块负责人。
副总经理	高海鑫	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，现任江苏康缘药业股份有限公司党委书记兼公司销售系统江苏事业部销售总监。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

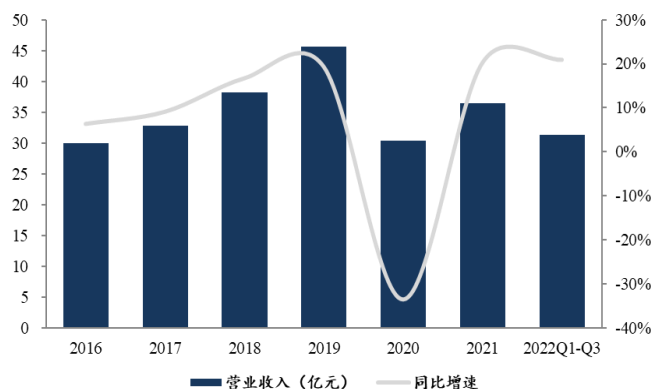
1.3. 克服疫情负面影响，公司业绩触底反弹

1.3.1. 疫情后业绩回升，产品结构优化

2015-2019 年，公司业绩稳步增长，营收从 2015 年的 28.2 亿增长到 2019 年的 45.7 亿，CAGR 达到 12.8%；归母净利润从 2015 年的 3.6 亿增长到 2019 年的 5 亿，CAGR 达到 8.8%。2020 年，公司业绩出现较大程度下滑，主要原因在于，第一，新冠疫情的爆发影响院端业务的展开，而公司产品主要面向市场为院内，因此业绩受到较大影响；第二，公司大单品银杏二萜内酯葡胺注射液在医保谈判续约中从 316 元/支下降 70%至

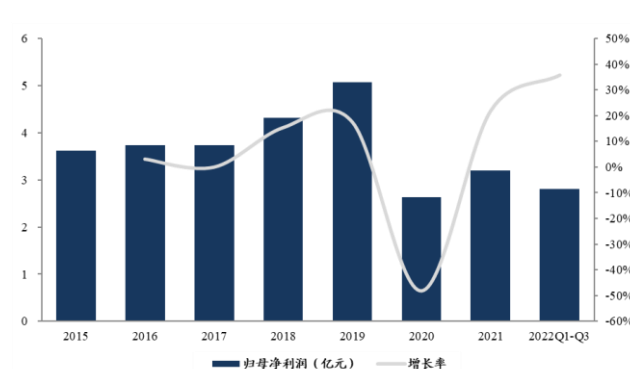
93.7 元/支，两方面因素叠加致使公司营收下降至 30.32 亿元，相比 2019 年下降 33.6%。2021 年以来疫情得到有效控制，同时公司经营层面改善明显，公司业绩逐步回升，2021 年、2022 年 Q1-Q3 分别实现营业收入 36.5、31.3 亿，同比增长 20.3%、20.97%；归母净利润 3.2、2.8 亿，同比增长 21.9%、35.8%，实现大幅度反弹。

图3：康缘药业营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

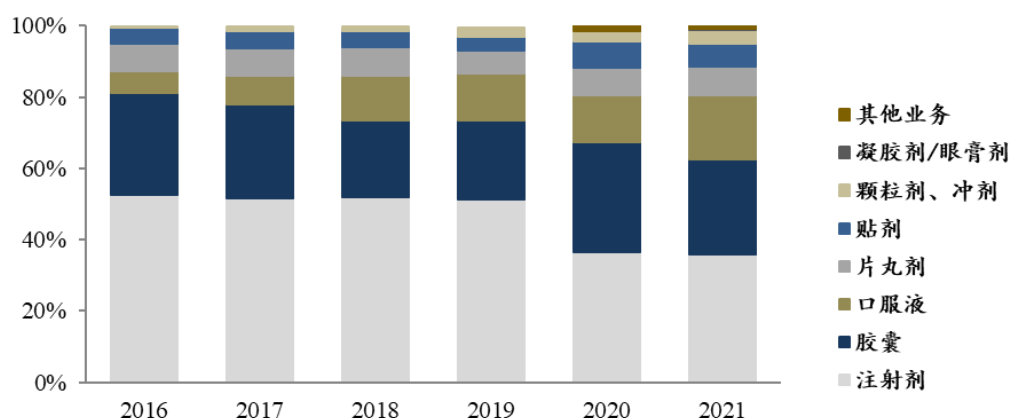
图4：康缘药业归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

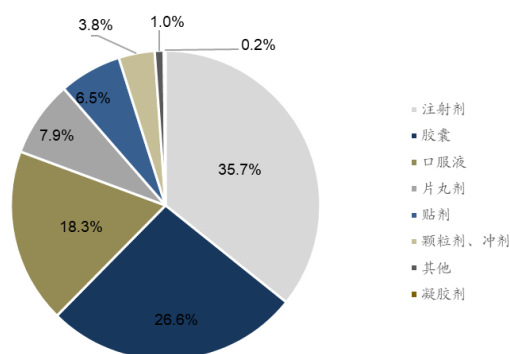
公司产品收入结构持续优化，抗风险能力大幅提升。从公司产品结构来看，注射剂产品是公司营收的主要来源，2016-2019 年贡献了 50%以上的收入，但在 2020 年，受医保谈判和疫情影响，注射剂两大单品销售额大幅下降。公司顺势优化产品结构，在坚持打造战略大品种的同时，持续释放基药品种发展潜能。以七大基药品种为代表的口服制剂品种销售额在 2021 年已占到公司总收入的 56.61%，公司成功在近两年完成了产品结构优化和销售重心转移，将品种数量优势转化为收入结构优势，有利于公司抵御政策导致的大单品降价风险，保障营收总体的增长。

图5：公司各类产品收入占比



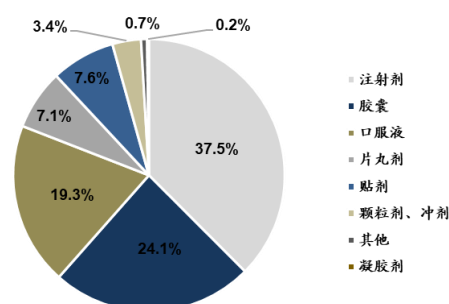
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2021 年公司营收结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2021 年公司毛利结构

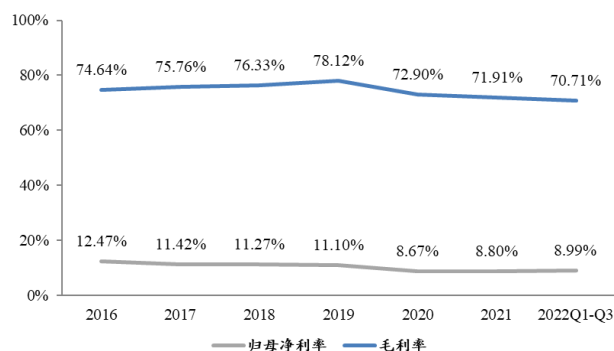


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.2. 盈利水平稳定，费用率管理平稳

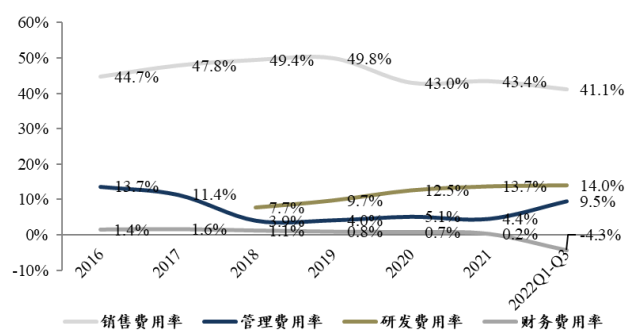
公司毛利率常年维持在 70%以上，保持稳步增长态势，2020 年受到疫情影响有小幅下降，2021 年毛利率达到 71.91%，归母净利率 8.80%，整体利润状况较为良好。从费用端来看，公司对于销售期间费用的把控卓有成效，2022 年前三季度销售费用率在 2020 年已经大幅下降的基础上，进一步下降至 41.1%。

图8：公司毛利率与归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：公司三费率及研发费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 国务院、国家药监局、医保局先后出台政策，支持中药发展

2.1. 从顶层设计到执行措施，多项政策出台鼓励中医药传承创新发展

党中央国务院高度重视中医药工作，特别是党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央把中医药工作摆在更加突出的位置，多次作出重要指示批示，为新时代中药传承创新发展指明了方向、提供了遵循。疫情爆发以来，中医药逐渐在抗击疫情中显现出

重要作用，国家相继出台了一系列政策，从审评端、支付端进一步扶持和促进中药的传承与创新发展。

表3：国家鼓励中药发展政策

文件名称	颁布时间	主要内容
《关于印发“十四五”全民健康信息化规划的通知》	2022.11	统一规范的国家中医药数据标准和资源目录体系；拓展智慧中医药等服务，不断满足人民群众多层次、多样化、个性化的健康需求；推动提升中医医院智慧化水平，鼓励智慧中药房建设，提高中医药数字便民服务能力；统筹建设国家和省级中医药数据中心，加强全民健康保障信息化工程中医药业务平台应用与完善，强化与全民健康信息平台互联互通。
《“十四五”中医药人才发展规划》	2022.10	加快中医药人才队伍建设，以高质量人才队伍推动中医药振兴发展。文件明确了人才规划，到2025年，1）中医药人员提升至100万人以上（+21%）；2）每千人口中医类别执业（助理）医师数超过0.62人（+29%）；3）每万人口中医类别全科医生数超过0.79人（+20%）；二级以上公立中医医院中医类别执业（助理）医师比例大于60%。
《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	2021.12	将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录。将经国家谈判纳入医保目录的中成药配备、使用纳入监测评估。充分利用“双通道”药品管理机制，将参保患者用药的渠道拓展到定点零售药店，更好地保障参保群众用药需求。
《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	2021.6	进一步提高认识，加强组织领导完善相关制度；进一步加强综合医院中医临床科室建设；创新中西医协作医疗模式；加强医疗质量管理；加强中医药队伍建设。
《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	2021.2	夯实中医药人才基础；提高中药产业发展活力；增强中医药发展动力；完善中西医结合制度；实施中医药发展重大工程；提高中医药发展效益；营造中医药发展良好环境。
《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	2020.12	推动古代经典名方中药复方制剂研制，推进实施调整中药注册分类、开辟具有中医药特色的注册申报路径、构建“三结合”的审评证据体系等创新举措基础上，进一步加大鼓励开展以临床价值为导向的中药创新研制力度。
《关于促进中医药传承创新发展的意见》	2019.10	健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用、大力推动中药质量提升和产业高质量发展、加强中医药人才队伍建设、促进中医药传承与开放创新发展、改革完善中医药管理体制机制等促进中医药行业良好发展的措施。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.2. 中药新药：改革注册分类，中药新药申报获批进展加快

中药新药审批加速，获批数创新高。自2016年以来，我国中药创新药审评一直较为严格，在此背景下，我国中药创新药申报同样处于低迷状态，2016-2020年期间中药创新药年均申报仅380件，年均获批仅2.6件。

2020年12月21日，为进一步贯彻习近平总书记关于改革完善中药审评审批机制系列重要指示批示精神，国家药监局发布《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》，在《药品管理法》及现有《注册管理办法》的基础上，提出改革中药注册分类（将中药分为中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方复方、同名同方药这4类），构建“三结合”（人用经验、临床试验、中医理论）审评证据体系，改革完善中药审评审批制度。确对临床定位清晰且具有明显临床价值，用于重大疾病、罕见病防治、临床急需而市场短缺、或属于儿童用药的中药新药申请实行优先审评审批。

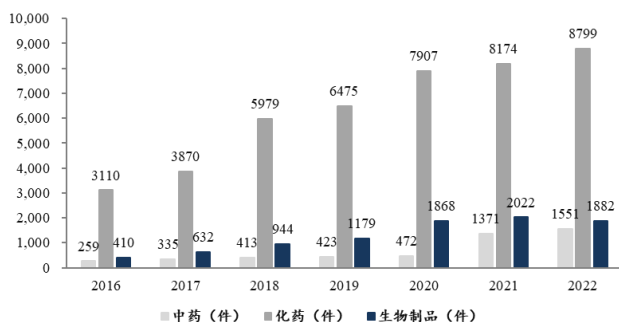
图10：中药注册分类新旧标准

旧版分类标准（2007版） 中药机理不明、有效成分不清，创新难度大	新版分类标准（2020版） 淡化“有效成分”，强调疗效， 中药获批加速
- 强调有效成分和有效部位 - 以物质基础作为划分注册类别的依据	- 支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性，更加强调疗效 中药创新药：重视临床价值评估，注重满足尚未满足的临床需求 改良型新药：拓宽范畴，中药增加功能主治”的申报路径由原来的补充申请改为纳入新药申报范畴 古代经典名方中药复方制剂：单独作为注册分类，可豁免临床直接提出上市许可申请

数据来源：药监局，东吴证券研究所

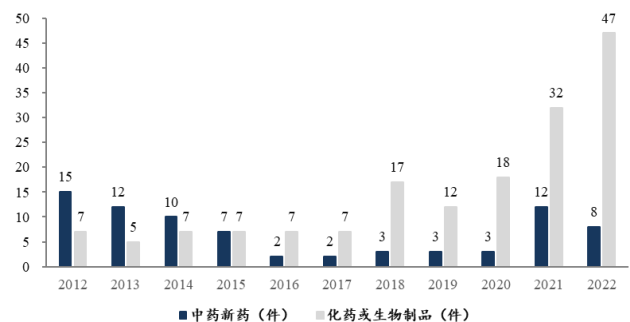
在 2019 年 10 月国务院《关于促进中医药传承创新发展的意见》统筹，2020 年 12 月药监局出台《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》政策支持背景下，2021 年以来，我国中药创新药申报明显增加，达 1371 件；评审同样显著提速，2021 年至 2022 年 12 月，累计获批包括银翘清热片在内的 20 种中药新药，12 款为 1 类新药，3 款为院 6 类新药，5 款为 3 类经典名方。其中，公司的银翘清热片是新版中药注册管理办法实施以来首个获批上市的 1.1 类中药创新药，散寒化湿颗粒为 3.2 类新药，苓桂术甘颗粒为首个 3.1 类中药新药。中成药新药获批数量相比过去五年大幅增加，进一步推动中药研发进程。

图11：2016-2022 年我国新药申报情况



数据来源：药监局，药智网，东吴证券研究所

图12：2012-2022 年我国新药审批情况



数据来源：药监局，药智网，东吴证券研究所

表4：2021-2022 年中成药新药获批上市情况

获批日期	名称	持有人	所属类别	获批方式	适应症
2022/12/29	苓桂术甘颗粒	康缘药业 (600557.SH)	3.1	-	温阳化饮,健脾利湿。用于中阳不足之痰饮。症见胸胁支满,目眩心悸,短气而咳,舌苔白滑,脉弦滑。
2022/12/28	参葛补肾胶囊	华春生物	1.1	随机、双盲、安慰剂平行对照的多中心临床试验	轻、中度抑郁症中医辨证属气阴两虚肾气不足证
2022/12/28	芪胶调经颗粒	安邦制药	原 6.1	多中心、随机、双盲、已上市中药平行对照临床试验。	经期延长中医辨证属气血两虚证
2022/12/23	黄蜀葵花总黄酮提取物	康恩贝 (600572.SH)	原 5.1	-	黄蜀葵花总黄酮提取物为黄蜀葵花总黄酮口腔贴片的原料。
2022/12/23	黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	康恩贝 (600572.SH)	原 5.1	-	清心泄热。用于心脾积热所致轻型复发性口腔溃疡,症见口腔黏膜溃疡,局部红肿、灼热疼痛等。
2022/10/9	散寒化湿颗粒	康缘药业 (600557.SH)	3.2	随机、双盲、模拟剂平行对照、阳性对照研究设计	用于寒湿郁肺所致疫病
2022/9/22	广金钱草总黄酮胶囊	人福医药 (600079.SH)	1.2	随机、双盲、模拟剂平行对照研究设计	用于输尿管结石中医辨证属湿热蕴结证者,功能主治为清热祛湿、利尿排石。
2022/1/10	淫羊藿素软胶囊	盛诺基	1.2	多中心、随机、双盲、双模拟III期优效性研究	用于不适合或患者拒绝接受标准治疗,且既往未接受过全身系统性治疗的、不可切除的肝细胞癌
2021/12/31	七蕊胃舒胶囊	健民集团 (600976.SH)	1.1	随机、双盲、阳性药(三九胃泰胶囊)平行对照、多中心临床试验。	轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛的治疗。
2021/12/16	解郁除烦胶囊	以岭药业 (002603.SZ)	1.1	随机、双盲、阳性对照药(盐酸氟西汀片)、安慰剂平行对照、多中心临床试验,	轻中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证
2021/12/16	虎贞清风胶囊	一力制药	1.1	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	轻中度急性痛性关节炎中医辨证属湿热蕴结证
2021/11/26	玄七健骨片	方盛制药 (603998.SH)	1.1	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证
2021/11/26	芪蛭益肾胶囊	凤凰制药	1.1	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	早期糖尿病肾病气阴两虚证
2021/11/26	坤心宁颗粒	天士力 (600535.SH)	1.1	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	女性更年期综合征中医辨证属肾阴阳两虚证
2021/11/10	银翘清热片	康缘药业 (600557.SH)	1.1	随机、双盲、阳性对照药(银翘解毒片)、安慰剂平行对照、多中心临床试验	外感风热型普通感冒
2021/9/14	益气通窍丸	东方华康	6	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	季节性过敏性鼻炎中医辨证属肺脾气虚证
2021/9/1	益肾养心安神片	以岭药业 (002603.SZ)	6	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证
2021/3/2	清肺排毒颗粒	中医临床基础医学研究所	3.2		寒湿疫毒所致的疫病
2021/3/2	化湿败毒颗粒	广东一方(母公司)中国中药 (0570.HK)	3.2	来源于古代经典名方,由武汉抗疫临床一线众多院士专家筛选出	湿毒侵肺所致的疫病
2021/3/2	宣肺败毒颗粒	步长制药 (603858.SH)	3.2		湿毒郁肺所致的疫病

数据来源：药监局，各公司公告，东吴证券研究所

2.3. 中药注射剂：政策边际趋缓，临床证据完善品种迎来发展机遇

中药注射剂在我国最早要追溯到 1941 年的柴胡注射液，20 世纪初得到迅速发展，2016 后，国家开始重点整治中药注射剂安全性、滥用问题，行业规模萎缩严重。2020 年后，中药注射剂在应对疫情上起到了卓有成效的作用。行业进入机遇与挑战并存时期。

图13：中药注射剂发展历程



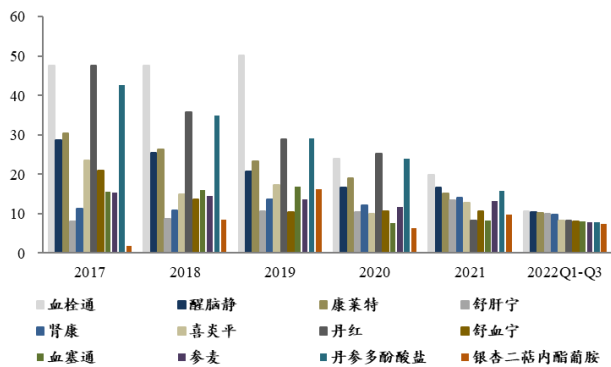
数据来源：中医药管理局、医保局等，东吴证券研究所

自 2016 年以来，受中成药“限方”、修订说明书、医保支付限定范围、重点监控等政策影响，中药注射剂频频受挫，市场大受影响。行业销售额萎缩较为严重，根据中康开思数据库，中药注射剂最大单品血栓通 2020 年样本医院销售额为 24 亿元，大幅下降 52%，其余大单品如喜炎平、丹红等中药注射剂也面临了不同程度的下滑。

2020 年初，自新冠肺炎疫情暴发后，在无特效治疗药物的情况下，我国采取的中西药结合治疗措施展现了独特的临床优势。中药注射剂不但克服了中药固有给药方式的缺陷，还解决了不能吞咽、昏迷等患者的用药问题，并提高了药物起效速度。红日药业血必净、公司的热毒宁等注射剂在临床一线治疗新冠肺炎中发挥了重大作用。

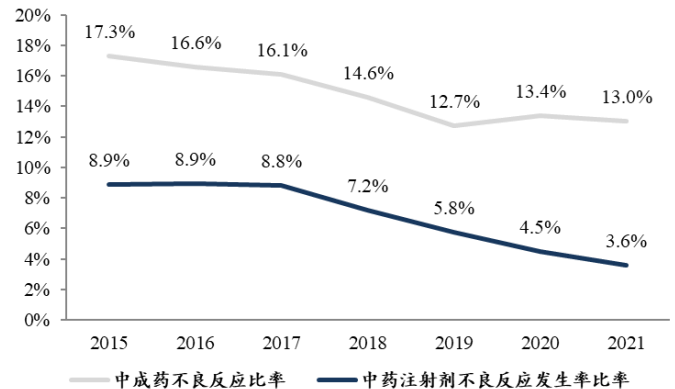
2021 年，丹红注射液在医保谈判续约中，将二级以上机构使用限制取消。丹红注射液提供了较为完善的临床证据、安全性、有效性得到审评机构的认可，其解除销售机构限制为行业提供了标杆，中药注射剂行业政策边际趋缓。此外，根据《国家药品不良反应监测报告》，中药注射剂不良反应发生例数在全体不良反应发生例数中的占比不断下降，2021 年仅为 3.6%，中药注射剂安全性已得到显著提升。我国中药注射剂行业进入挑战与机遇并存时代。

图14: 2017-2022 前三季度样本医院中药注射剂销售额 (亿元)



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

图15: 2015-2021 中成药及中药注射剂不良反应在所有不良反应中占比

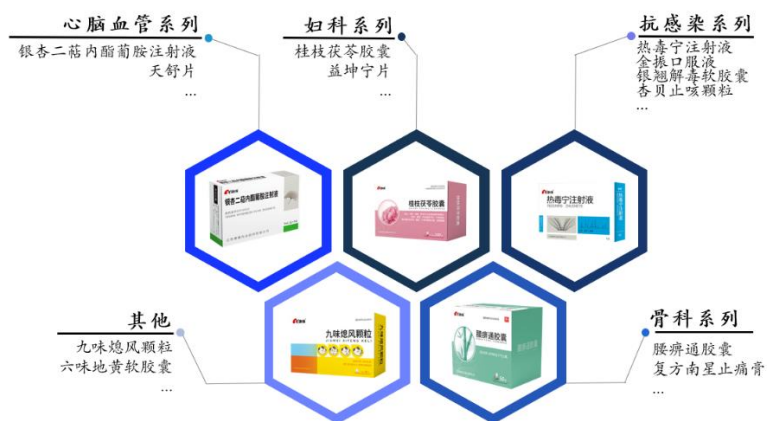


数据来源: 《国家药品不良反应监测报告》, 东吴证券研究所

3. 非注射剂基药品种引领增长, 注射剂型业绩快速恢复

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。截至 2021 年年报, 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, 共有 3 个中药保护品种。截至 2022 年中报, 公司营收前三产品分别为: 注射剂 (35.89%)、胶囊 (23.75%) 和口服液 (20.74%), 产品结构较为均衡, 提升了抗风险能力, 特别是在近几年医药行业政策频出的环境下具有重要意义。

图16: 康缘药业主要产品



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

3.1. 基药品种焕发发生机, 金振口服液有望冲击二十亿体量

依托基药“986”和“1+X”的使用原则, 公司选取六个独家基药品种 (金振口服液、杏贝止咳颗粒、桂枝茯苓胶囊、腰痹通胶囊、复方南星止痛膏、银翘解毒软胶囊) 及益心舒片组成“七大基药品种”, 全面开发七大基药品种。2021 年七大基药整体营业收入较上

年同期实现增长 31.06%，占到公司总收入的 56.61%。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。

3.1.1. 金振口服液：儿科用药稀缺背景下，基药品种优势明显

金振口服液是公司自主研发的又一拳头品种，已被纳入基药目录和医保目录，金振口服液由山羊角、平贝母、大黄、黄芩、青礞石、石膏、人工牛黄、甘草采用现代工艺提取精制而成的口服制剂，具有清热解毒，祛痰止咳之功效，临床上用于治疗小儿急性支气管炎所致发热、咳嗽、咳吐黄痰、咳吐不爽、舌质红、苔黄腻等。

尽管自 2009 年基药目录以来，我国每隔一段时间都会对基药目录进行调整，增加一定数量的儿童用药，但总体来看，我国儿科用药仍然存在可用药物偏少的现象，具体表现在儿童专用药品少、儿童专用规格少、儿童专用剂型少等。根据米内网数据，截至 2022 年 5 月，我国获得批文的药物产品数约 1.84 万个，其中儿童用药约为 930 个，仅占 5%，儿科用药严重不足。

在儿童用药领域，国家一直以来持鼓励态度，鼓励生产企业积极研发仿制药的儿童专用规格和剂型；鼓励立题依据充分且具有临床试验数据支持的儿童专用规格和剂型的申请优先审评；在儿童用药在招标、定价、医保等方面采取综合鼓励措施，并完善儿童临床用药规范。

图17：儿童用药利好政策



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

受利好政策激励，以及疫情常态化下的市场需求增长，我国公立医疗机构终端儿科中成药市场持续回温，根据米内网数据，2021 年中国公立医疗机构终端儿科中成药销售额近 90 亿元，同比增长超过 40%；2022 上半年销售额超过 46 亿元，预计全年有望恢复至疫情前水平。2021 年，济川药业小儿豉翘清热颗粒公立医疗机构销售额超过 14 亿元，同比增长 47.8%，公司旗下金振口服液同样表现亮眼，公立医疗机构终端销售额超过 7 亿元，同比增长 72.4%。

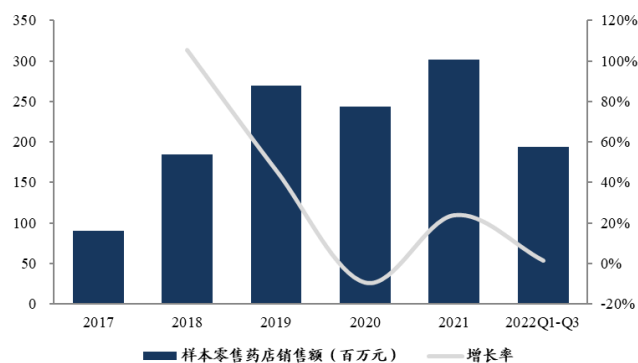
表5: 2021 年中国公立医疗机构终端儿科中成药 TOP10 品牌

排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	同比增长
1	小儿豉翘清热颗粒	济川药业集团	14+	47.80%
2	开喉剑喷雾剂(儿童型)	贵州三力制药	7+	45.90%
3	金振口服液	江苏康缘药业	7+	72.40%
4	四磨汤口服液	湖南汉森制药	4+	12.30%
5	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药	3+	106.80%
6	醒脾养儿颗粒	贵州健兴药业	3+	37.92%
7	小儿肺热咳喘颗粒	海南葫芦娃药业集团	*	68.90%
8	小儿肺咳颗粒	天圣制药集团	*	74.60%
9	清宣止咳颗粒	江苏苏中药业集团	*	64.10%
10	小儿咳喘灵口服液	哈尔滨康隆药业	*	98.70%

数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

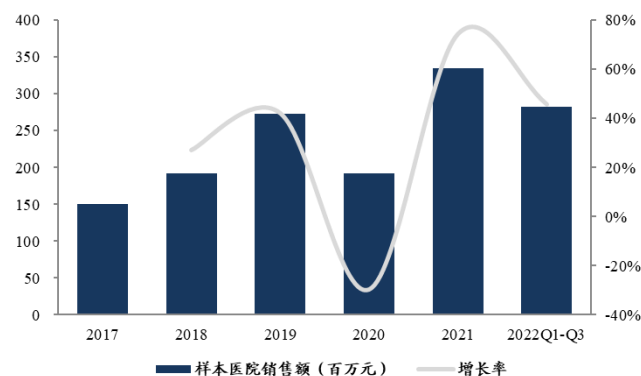
金振口服液是公司七大基药品种战略的重要支点, 销售收入常年位居公司前三。自 2018 年纳入基药目录以来, 医院端业绩快速放量, 2022 年前三季度样本医院销售收入增长率达 45.8%; 此外, 金振口服液在零售端表现突出, 布局线下药店、连锁药房, 在零售端同样持续发力。院内院外双端齐齐发力, 增长态势迅猛。

图18: 金振口服液样本零售药店销售额



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

图19: 金振口服液样本医院销售额



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

目前, 我国用于清热解毒的口服中药剂型主要包括蒲地蓝消炎口服液, 蓝芩口服液, 公司金振口服液等, 其中说明书适应症明确包含儿童用药的仅有金振口服液。根据开思数据库, 2021 年蒲地蓝消炎口服液、蓝芩口服液零售药店销售额分别达 12.8 亿元, 16 亿元; 样本医院销售额分别达 12 亿元, 15 亿元。考虑到:

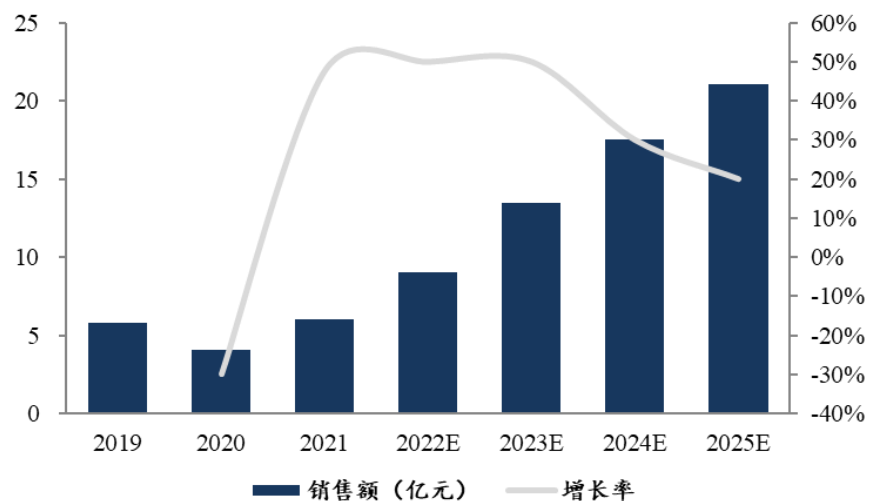
- (1) 目前儿童用药行业景气度高, 远未达到饱和状态, 米内网数据显示 21 年销售规模同比增长 40%, 儿童用药市场整体规模的扩张, 势必会带动金振口服液的销售, 在儿童用药需求饱和前, 金振口服液会有持续稳定的增长;

(2) 目前我国儿童用药缺口仍较为明显，存在成人用药跨领域在儿科使用的情况，而金振口服液获批适应症即为用于小儿咳喘，未来在儿科用药更加规范的背景下，金振口服液将更具优势；

(3) 公司主要竞品蒲地蓝消炎口服液已逐步被地方医保剔除，为金振口服液提供较大增量空间；

基于以上假设，我们认为，金振口服液 2022-2025 年有望以 50%、50%、30%、20% 的增速增长，并将于 2025 年销售额突破 20 亿元。

图20: 金振口服液销售收入预测



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

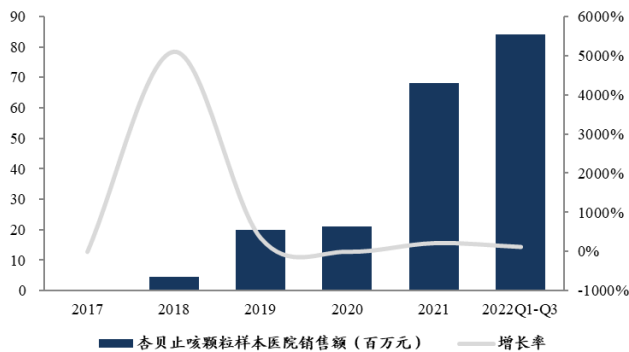
3.1.2. 杏贝止咳颗粒、桂枝茯苓胶囊等基药产品构成丰富的二线产品梯队

除金振口服液外，公司还拥有呼吸科药物杏贝止咳颗粒、妇科药物桂枝茯苓胶囊等在内的丰富基药产线。

杏贝止咳颗粒体量仍较小，潜在空间十足。杏贝止咳颗粒是在《局方》三拗汤和《金匱》甘桔汤的基础上加味组成，具有清宣肺气、止咳化痰的功效。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。

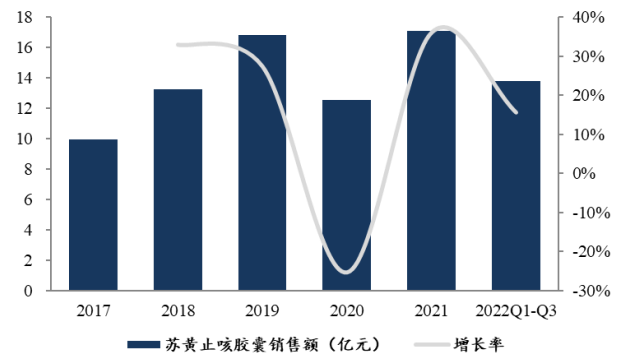
杏贝止咳颗粒 2017 年纳入医保目录、2018 年纳入基药目录。2019 年公司制定全面开发六大独家基药品种战略，杏贝止咳颗粒进入快速增长阶段。2022 年前三季度，杏贝止咳颗粒样本医院销售额达 8400 万元，同比增长 126%。尽管近年来杏贝止咳颗粒保持高速增长，但和同类主要竞品苏黄止咳胶囊 2021 年样本医院销售额 17.2 亿的体量相比，仍处于起步阶段。未来随着公司对非注射剂型推广力度的加大以及杏贝止咳颗粒作为基药品种的优势，有望实现业绩的持续放量，销售额有望突破 5 亿元。

图21: 杏贝止咳颗粒样本医院销售额



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

图22: 苏黄止咳胶囊样本医院销售额



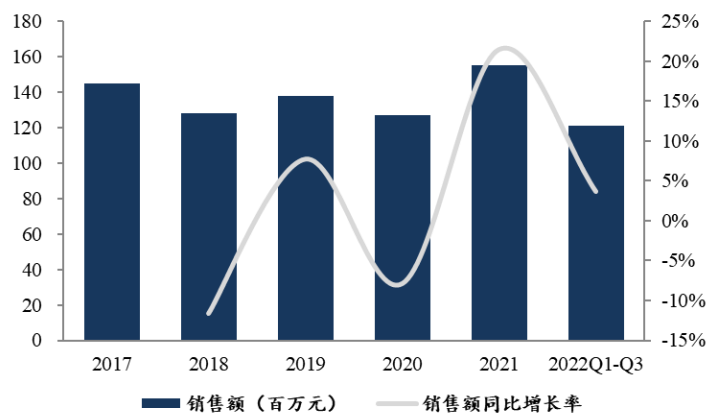
数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

桂枝茯苓胶囊为公司老牌妇科品种, 美国临床稳步推进有望打开新成长空间。桂枝茯苓方由桂枝、茯苓、牡丹皮、白芍、桃仁 5 味药组成。最初其作为丸剂首载于张仲景的《金匱要略·妇人妊娠》, 后《济经纲目》将其改为汤剂, 用于催产。现代临床将其用于治疗痛经、盆腔炎、子宫肌瘤等妇科疾病。

桂枝茯苓胶囊作为从 1995 年上市至今的经典药物, 与杏贝止咳颗粒同列公司六大独家基药品种战略之中。2017-2021 近五年样本医院销售额均在亿元以上, 2021 年同比增速达 22.0%, 2022 年 Q1-Q3 样本医院销售额为 1.21 亿元, 同比增长 3.7%, 基本维持稳定。桂枝茯苓胶囊已然进入产品的成熟期, 期间营收波动较小, 将成为公司稳定的收入来源。

在国内市场保持平稳的同时, 公司努力拓展海外市场。目前桂枝茯苓胶囊已完成美国 II b 期临床试验, 正准备启动三期临床研究。若未来能成功完成三期临床并上市, 桂枝茯苓胶囊有望在海外打开全新成长空间。

图23: 桂枝茯苓胶囊样本医院销售额



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

此外, 新版基药目录调整在即, 参照历史情况, 我们认为新版基药目录有望新纳入

公司 2-3 个独家品种。未来公司将形成更加丰富、完备的基药产品群，在公司经营改善背景下，未来公司独家基药产品群将有更为广阔的空间。

3.2. 中药注射剂大单品临床认可度高，业绩快速修复

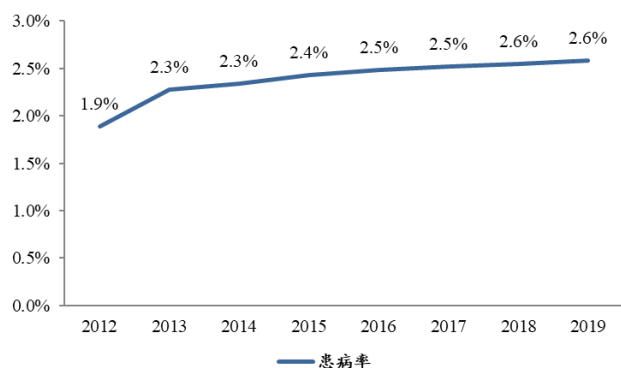
公司大单品二萜内酯和热毒宁医保支付限定范围、重点监控、医保续约降低等政策影响，业绩出现较大下滑。但目前已逐步从 20 年的不利影响中走出来，覆盖医院、销售额处于快速修复中。

3.2.1. 银杏二萜内酯葡胺注射液：有效成分含量高，业绩持续快速放量

银杏叶及其提取物是我国常用的药用原料，并被《中华人民共和国药典》收载，具有扩张血管、调节血脂、拮抗血小板活化因子、保护缺血损伤、抗炎及抗肿瘤等多种药理作用。

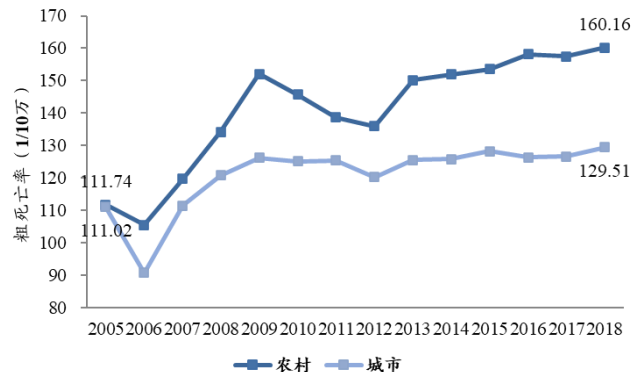
我国卒中患病率整体呈上升趋势。2019 年“脑卒中高危人群筛查和干预项目”数据显示，我国 40 岁及以上人群的卒中人口标化患病率由 2012 年的 1.89% 上升至 2019 年的 2.58%。卒中死亡率也维持在较高水平。2018 年我国卒中粗死亡率农村居民为 160.16/10 万，城市居民为 129.51/10 万；根据第六次人口普查数据估算，2018 年我国约有 194 万人死于卒中。

图24：中国 40 岁以上人群卒中患病率



数据来源：《中国脑卒中防治报告 2020》，东吴证券研究所

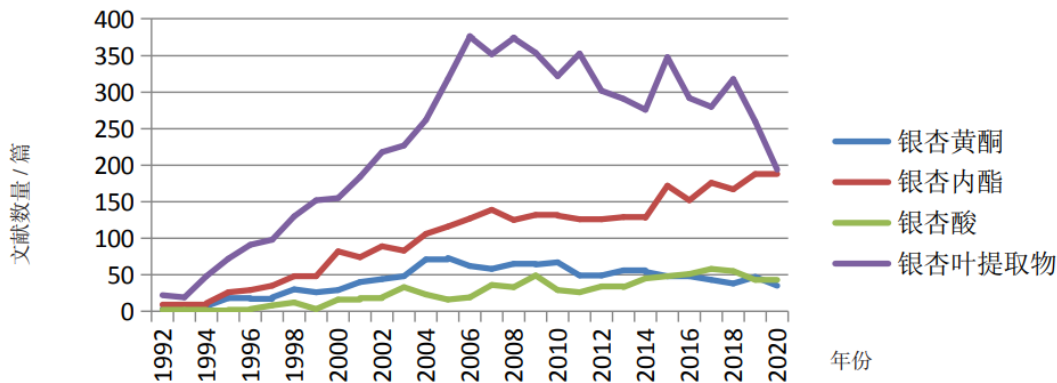
图25：中国城乡居民卒中粗死亡率



数据来源：《中国脑卒中防治报告 2020》，东吴证券研究所

早期的银杏叶提取物更多地关注银杏黄酮类化合物含量，如金纳多、舒血宁、银杏达莫（还含有西药双嘧达莫）和其他一些院内初代银杏制剂，标注主要成分为银杏黄酮。然而之后的研究发现银杏内酯阻止血小板聚集和抑制血栓形成的作用更强，所以目前主要含有银杏内酯成分的制剂越来越多，如银杏内酯，银杏二萜内酯葡胺等。以银杏叶提取物、银杏黄酮、银杏内酯和银杏酸为主题的研究文献也能侧面反应这一点，银杏内酯的文献研究量则有上升趋势，且其数量明显多于银杏黄酮的研究。

图26：银杏叶提取物主要成分历年文献数量图



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

银杏内酯不仅可阻止 PAF 诱导的血小板聚集，还具有多种药理作用。目前广泛将其运用于抗氧化、抗炎、抗血小板聚集、抗细胞凋亡、保护中枢神经和缺血组织等方面。

银杏二萜内酯葡胺注射液是公司自研的独家品种，是 2007 年以后银杏叶制剂有效成分申报重点变更为银杏萜类内酯后获批的品种，属于银杏叶制剂里的高端品种。2017 年进入国家医保目录，功能主治为活血通络，临床用于中风病中经络（轻中度脑梗死）痰瘀阻络证。主要成分为银杏内酯 A、银杏内酯 B、银杏内酯 K 等。从目前市场上主要的银杏叶制剂看，公司的银杏二萜内酯葡胺注射液有效成分含量高，成分清晰，并已纳入医保目录，具备较强的竞争力。

表6：主要银杏叶制剂对比

商 品 名	药 品 名	所 属 企 业	有 效 成 分	单 支 价 格（元/ 支）	规 格	用 量	日 均 费 用	21 年 样 本 医 院 销 售 额
悦 康 通	银杏叶提取物注射液	悦康药业	每支含有银杏叶提取物 17.5mg，其中银杏黄酮 4.2mg	24.19	5ml	每日 1~2 次，每次 10~20ml	108.9 元	24.73 亿元
杏 丁 注 射 液	银杏达莫注射液	贵州益佰、山西德普等	① 银杏黄酮：24%萜类：（银杏苦内酯 3.1%，白果内酯 2.9%）；2 双嘧达莫：10%。每 10ml（支）含银杏总黄酮 9.0 - 11.0mg、双嘧达莫 3.6 - 4.4mg。	13.15-19.26	10ml	每日 2 次，一次 10-25ml	-	2.81 亿元
舒 血 宁	舒血宁注射液	神威药业	每支含有银杏叶提取物 17.5mg，其中总黄酮醇苷 4.2mg，含银杏叶内酯 0.7mg	9.35	5ml	静脉滴注 每日 20ml	37.4 元	10.71 亿元
尤 赛 金	银杏二萜内酯葡胺注射液	康缘药业	含银杏二萜内酯 25mg，GA、GB、GK，纯度大于 98%，银杏酸小于 0.03ppm	93.7	5ml	每日一次，一次一支	93.7 元	9.83 亿元
金 阁 菜	银杏内酯注射液	百裕制药	含萜类内酯 10mg，银杏内酯 ABCJ（52%）和白果内酯（48%）	19.68	2ml	每日一次，一次 10ml	98.4 元	6.50 亿元

数据来源：药智网、开思数据库、各公司官网，东吴证券研究所

此外，在上市后临床安全性再评价方面，公司的银杏二萜内酯葡胺注射液不良反应率极低。从银杏内酯的毒理学研究结果看，其在长期毒性、胚胎毒性、遗传毒、暴露量、安全性、代谢、过敏、不良反应、蓄积和半数致死量方面均显示其安全性。一项对 6300 例受试者注射银杏二萜内酯葡胺注射液的上市后临床安全性再评价研究表明，仅观察到

19 例次不良反应，不良事件发生率仅为 0.46%，且未见重度不良反应。

表7：银杏二萜内酯葡胺注射液上市后安全性再评价

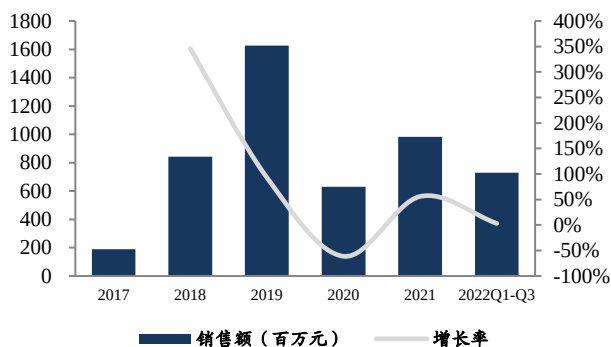
按系统器官分类	不良反应发生例数	发生率（%）	主要表现
各类神经系统疾病	12	0.19	头晕、头痛
皮肤及皮下组织类疾病	10	0.159	皮疹、瘙痒
血管及淋巴类疾病	3	0.048	输液部位血管疼痛、红肿
全身性疾病	2	0.032	疲乏、多汗
胃肠系统疾病	1	0.016	恶心
心脏器官疾病	1	0.016	心悸
合计	29	0.461	-

数据来源：CNKI, 东吴证券研究所

银杏二萜内酯葡胺注射液作为新一代银杏叶制剂，自上市起就饱受关注，2017 年以 316 元/支的价格解决医保准入后，2018 年迎来销量的大幅增长。根据开思数据库，2018 年公司银杏二萜内酯葡胺注射液销量达 254 万盒，同比增长 551.4%，销售额达 8.34 亿元，同比增长 346.4%。

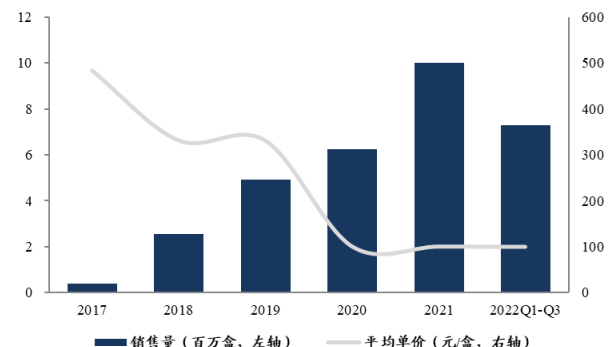
2019 年底，银杏二萜内酯葡胺注射液在医保续约中降幅较大，中标价仅为 93.7 元/支，叠加 20 年疫情对公司经营带来的影响，公司银杏二萜内酯葡胺注射液市场空间受到较大冲击，20 年样本医院销售额仅为 6.3 亿元。2021 年后，随着公司产品以量换价效应逐步体现，叠加经营层面的改善，银杏二萜内酯葡胺注射液业绩迎来快速修复，样本医院销售额达 9.83 亿元。

图27：二萜内酯样本医院销售收入



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

图28：银杏二萜内酯葡胺注射液以量换价情况



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

未来，随着疫情影响的逐步褪去以及公司经营层面的不断改善，参照目前主要竞品丁苯酞、银杏叶提取物注射液等产品的市场规模，以及公司二萜内酯目前销量情况、主要使用疾病领域，我们作出如下假设及销售规模测算：

(1) 二萜内酯的主要适应疾病领域为缺血性脑卒中，根据 2022 年 7 月发布的

《中国卒中报告 2020 版》可知 2019 年我国缺血性脑卒中存量患者为 2131 万人，新增缺血性脑卒中患者 287 万人。根据弗若斯特沙利文报告测算：中国脑卒中存量患者人数以每年约 4.5%-4.8% 的速度增加，新发患者增速为 8.7%。根据中国国家卒中登记研究显示，脑卒中 1 年复发率为 17.7%，5 年以上复发率在 30% 以上，为简化计算，仅考虑 1 年复发率，由此可得，2019 年我国缺血性脑卒中患者达 664 万人，2022 年达 792 万人。

- (2) 2019 年二萜内酯销量为 356 万支，按一疗程 14 支计算，2019 年二萜内酯渗透率为 3.8%，以此类推，2021 年渗透率为 9.8%。考虑到公司主要覆盖区域为华东地区，而华东地区 2022 年受疫情影响较大，因此 22 年渗透率有所下滑。23 年随着疫情管控的放开，二萜内酯有望凭借其有效成分含量高、临床证据晚上等优势，渗透率逐步扩大，至 2026 年达到峰值 18.1%。终端销售峰值达 23.8 亿元。

表8：我国银杏二萜内酯葡胺注射液销售额预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
缺血性脑卒中患者数（万人）	2418.0	2526.8	2640.5	2759.3	2883.5	3013.3	3148.9	3290.6
缺血患者同比增速	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
缺血性卒中存量患者数（万人）	2131.0	2214.8	2301.4	2390.7	2482.8	2577.7	2675.4	2775.9
年复发率	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
缺血性卒中复发患者数（万人）	377.2	392.0	407.3	423.2	439.5	456.3	473.6	491.3
脑卒中新增患者数（万人）	287.0	312.0	339.1	368.6	400.7	435.5	473.4	514.6
新增患者同比增速	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
缺血性脑卒中发病患者数（万人）	664.2	704.0	746.5	791.8	840.1	891.8	947.0	1006.0
二萜内酯渗透率	3.8%	8.3%	9.8%	9.5%	12.1%	14.8%	16.7%	18.1%
二萜内酯使用患者（万人）	25.4	58.6	73.5	75.0	101.3	131.6	158.0	181.6
二萜内酯疗程费用（元）	4438	1311.8	1311.8	1311.8	1311.8	1311.8	1311.8	1311.8
二萜内酯销售额（亿元）	11.3	7.7	9.6	9.8	13.3	17.3	20.7	23.8

数据来源：《中国卒中报告 2020 版》，弗若斯特沙利文，公司公告，东吴证券研究所测算

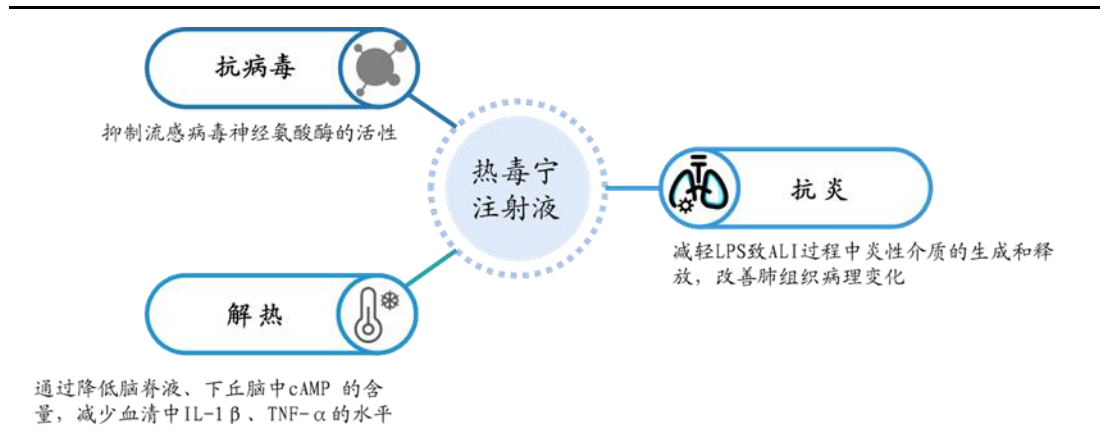
3.2.2. 热毒宁注射液：认可度持续加强，营销优化推动业绩快速修复

热毒宁注射液是公司研发的拥有自主知识产权的国家重点产品，处方源于河南省驻马店市名医宋庆仁先生临床经验方，主要由青蒿、金银花和栀子 3 味常用中药组成，具有清热、疏风、解毒的功效，临床主要用于治疗外感风热所致的感冒、咳嗽及上呼吸道感染、急性支气管炎以及小儿手足口病等。

热毒宁注射液是 2005 版《药品注册管理办法》实施后获批的第 1 个中药注射剂新

药，并相继纳入多个诊疗指南。

图29：热毒宁注射液药理作用



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

国家卫健委和国家中医药管理局颁布的《新型冠状病毒肺炎诊疗方案(试行第九版)》对热毒宁注射液进行了推荐。《方案》分别在重型新冠肺炎的气管两肺证，危重型新冠肺炎的内闭外脱证中推荐了热毒宁注射液。已有研究选取了三种被《方案》推荐的中成药注射液：热毒宁、痰热清和喜炎平，发现在退热时间、肺部罗音消失时间等方面均优于常用抗病毒药利巴韦林，其中热毒宁在住院时间的比较中表现最佳。

表9：三类中成药注射液与利巴韦林疗效对比

	退热时间	罗音消失时间	咳嗽消失时间	住院时间
热毒宁	MD=-0.96 95%CI(-1.73,-0.19)	MD=-1.51 95%CI(-2.34,-0.65)	MD=-1.34 95%CI(-2.42,-0.27)	MD=-2.78 95%CI(-4.22,-1.28)
痰热清	MD=-0.70 95%CI(-2.19,0.84)	MD=-0.45 95%CI(-1.23,0.36)	MD=0.21 95%CI(-1.30,1.75)	MD=-2.43 95%CI(-3.61,-1.59)
喜炎平	MD=-0.99 95%CI(-1.45,-0.56)	MD=-1.59 95%CI(-2.00,-1.20)	MD=-2.35 95%CI(-3.07,-1.65)	MD=-1.61 95%CI(-2.55,-0.77)

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

政策压制致使热毒宁销售额严重萎缩，2020年触底并出现反弹迹象。2020年，受中药注射剂限制使用机构、使用范围以及重点监控目录等因素的影响，热毒宁注射液业绩大幅下滑；此外，疫情初期医院常规门诊未能正常接诊，尤其医疗机构儿科等门诊量下降幅度较大，同样对热毒宁注射液的销售造成一定影响。2022年后，随着公司经营层面的改善，热毒宁存量市场得到快速恢复，根据开思数据库，2022Q1-Q3热毒宁注射液样本医院销售收入达2.53亿元，同比增长22%。

另外，公司热毒宁注射液在广东联盟集采中以26.19元/支价格中标，降幅21%，按照广东联盟集采规则，公司将获得100%的报量及部分增量，考虑到广东地区一直为公司的薄弱地区，同类主要竞品喜炎平注射液降幅1%，仅获得5%报量，公司有望在广东

地区实现弯道超车，加速抢占广东集采联盟地区市场。

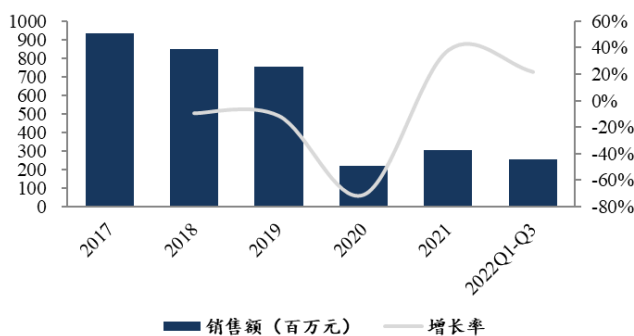
参照热毒宁注射液主要竞品喜炎平注射液（样本医院 21 年 12.7 亿元销售收入）目前销售情况，同时考虑到：

1) 公司在广东集采地区中标结果优于喜炎平，公司降幅 21% 获得 100% 报量，喜炎平注射液降幅 1% 获得 5% 报量；而广东联盟地区为公司以往薄弱环节，有望在广东集采联盟地区实现以量换价；

2) 公司产品价格区间对于县域医院推广具备优势，日均费用为 66.3 元，低于喜炎平 84.11 元的日均费用，且热毒宁注射液临床认可度、纳入新冠诊疗指南后的患者认可度提高，在西北地区公司同样拓展较快；

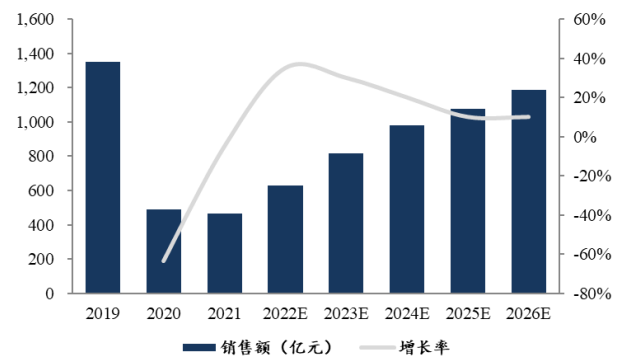
3) 公司营销优化下过往丢失覆盖医院修复持续推进，我们认为热毒宁注射液未来 22-24 年有望以 35%、30%、20% 的增速增长，销售收入于 25 年重回 10 亿级体量。

图30：热毒宁注射液样本医院 2017-2022Q1-Q3 销售情况



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所测算

图31：热毒宁注射液销售额预测



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

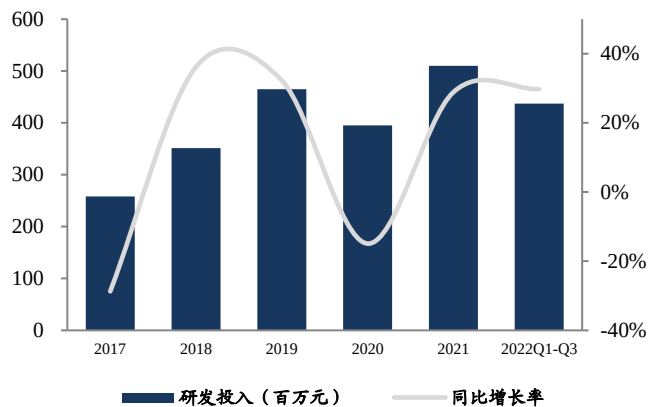
4. 未来的康缘：研发优势在销售改革下有望不断转化为销售强势

4.1. 强研发投入构成丰富在研管线，形成公司研发优势护城河

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，以期上市品种的学术推广及临床合理用药提供支撑。

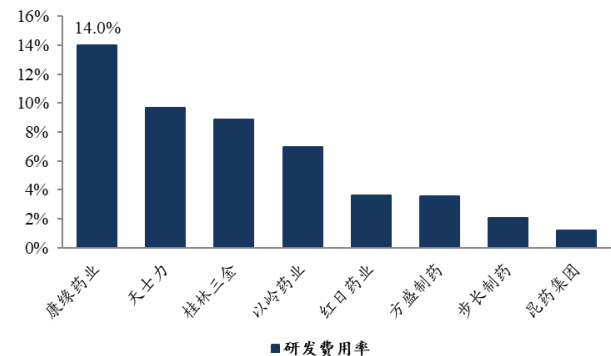
公司近年来持续加大研发投入，研发费用占比逐年提升，由 2017 年的 7.9% 提升至 2022 年前三季度的 14.0%，大幅领先于同类中药上市公司。

图32: 公司研发投入情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图33: 2022 前三季度年中药上市公司研发占比

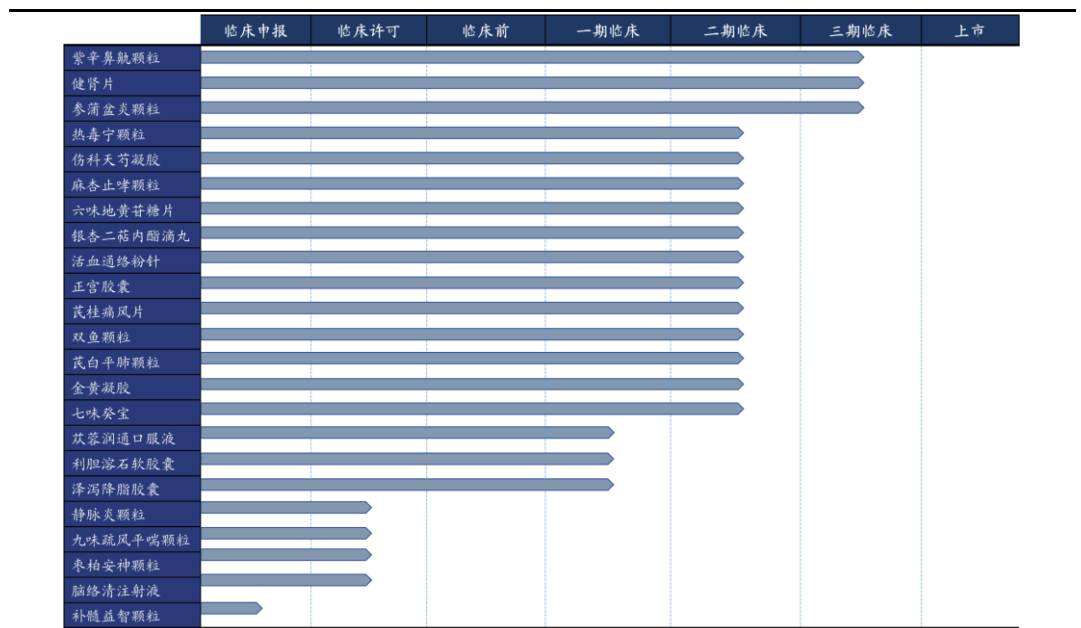


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司目前在研中药新药 30 余项、化药创新药 10 余项。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中药新药审批加速的东风，持续推进在研品种的快速产出。

2020-2022 年，公司保持每年均有 1-2 款新药获批，如 2020 年筋骨止痛凝胶、2021 年银翘清热片、2022 年散寒化湿颗粒、苓桂术甘颗粒。截至 2022 年底，康缘药业有 23 款中药新药处于申请临床及以上阶段，4 款为 1.1 类新药，是中药行业创新研发领先企业；有 3 款处于三期临床，12 款处于二期临床；2 款 1 类中药新药申报临床，具体为枣柏安神颗粒、补髓益智颗粒，其中枣柏安神颗粒已获批临床许可；金振口服液、大株红景天胶囊、苈蓉总苷胶囊等 3 款已上市产品，新增适应症获批临床许可。

图34: 康缘药业中药在研管线



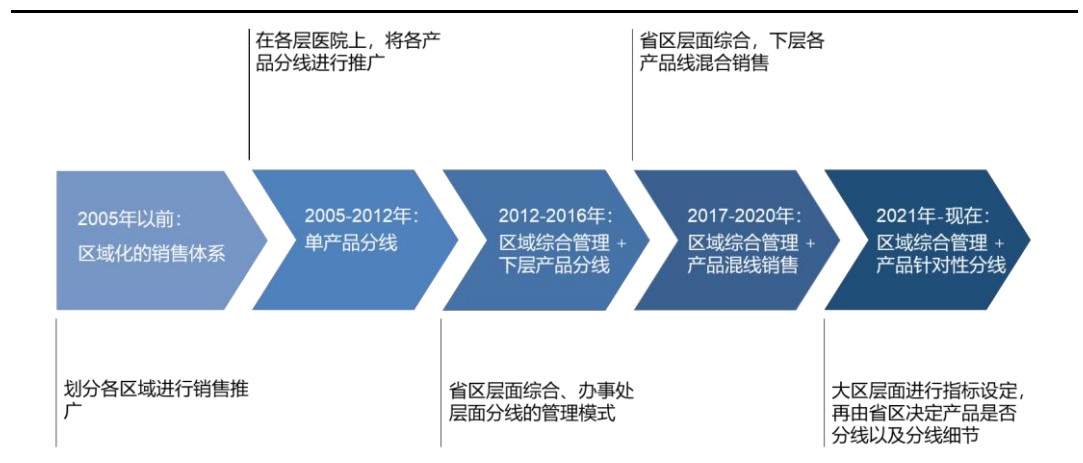
数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

4.2. 销售体系改革不断深化，有望将研发优势转化为销售强势

经销体系上采取学术推广+经销代理双轮驱动，从 2005 年至今，公司进行了多次销售改革，逐步建立一个高效高质的销售体系，以学术推广为主，辅以招商代理模式，双轮驱动，为公司产品的院内推广提供助力。以银杏二萜内酯为例，其主要适应症是在神经内科脑卒中恢复期的应用。基于在科室当中，公司展开了大量的临床实验，来支撑银杏二萜内酯葡胺注射液在神经功能恢复这块的疗效设计，得到临床医生的认可之后，再进行相应处方的开单，推广起来则会更加顺利。此外，公司还通过精细化的招商代理，作为学术推广队伍的补充，在公司的薄弱地区实现快速覆盖。

产品线管理上建立主管负责制，同时区分注射剂型和非注射剂型。在产品线管理方面，建立主管负责制，由各主管组建销售团队，实行医院主管负责制，有利于公司整合销售资源，提升营销效率。同时大区和省区进行协调，由大区层面进行指标设定，再由省区决定产品是否分线以及分线细节；在注射剂受政策负面影响较大的情况下，在医院主观团队内区分口服和注射剂，在维持注射剂稳定的情况下，不断扩大口服产品的发展。

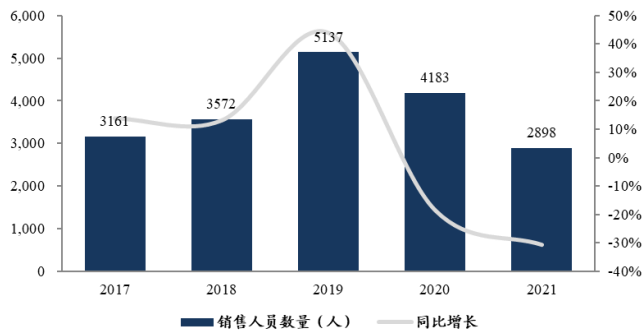
图35：公司销售改革历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

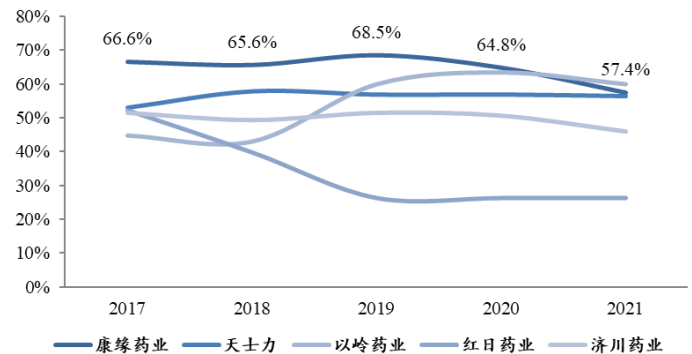
在人员管理上，淘汰末位人员，加强激励机制。公司注意到销售团队过于臃肿，不仅影响效率，还增加了大量不必要的销售期间费用。从 2019 年开始，公司着手淘汰末尾销售人员，优化人员结构。销售人员由 2020 年的 4183 人到 2021 年的 2898 人，减少 30.7%，与同行业可比公司平均水平相近。公司通过优化销售团队人员规模、持续推行医院主管责任制、部分产品专人专做等措施，销售人员单产在经历前期下滑后在 2021 年显著回升。销售人员人均创收以及人均创利均有较大幅度的增长，2021 年公司销售人员人均创收已达 126 万元，同比增长 73.7%，已超过疫情前水平；2021 年人均创利同样大幅提升 76.2%，达到 11.1 万元。

图36: 2017-2021 康缘药业销售人员变化



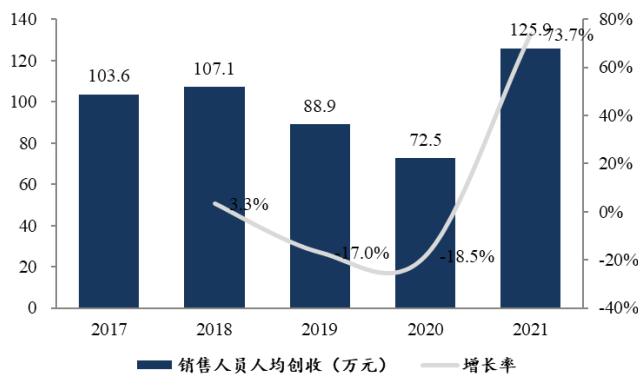
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 2017-2021 康缘药业与同类公司销售人员占比



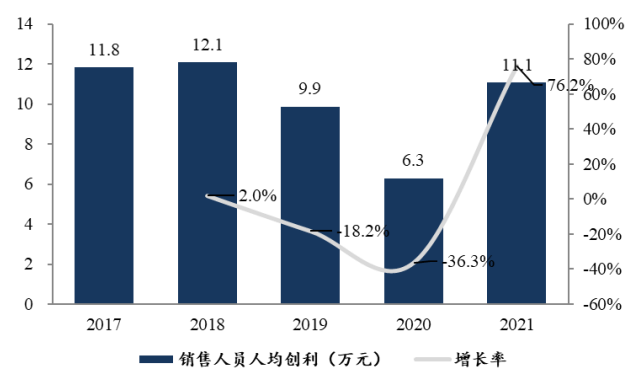
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图38: 2017-2021 康缘药业销售人员人均创收



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图39: 2017-2021 康缘药业销售人员人均创利



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

股权激励计划启动, 目标明确激励信心。 2022 年 4 月公司发布限制性股票激励计划, 计划定向发行 880 万股, 占股本总额的 1.53%, 激励对象不超过 163 人, 授予价 7.92 元/股。这是继 2017 年以来公司再一次发布激励计划, 确立了高增长的目标, 分年度进行业绩考核并接触禁售。从 22 年前三季度情况看, 达成股权激励目标的可能性较大。本次激励计划有望进一步提升公司员工的凝聚力和团队稳定性, 同时有效激发管理团队的积极性, 提高经营效率, 助力公司业绩继续高速增长。

表10: 公司股权激励计划

解除限售期	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	30%	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	30%	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	40%	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%。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

核心假设:

(1) **中药创新药引领者, 独家基药产品群与在研产品丰富。** 公司是我国中药创新药引领者, 药品生产批件 203 个, 其中 43 个药品为中药独家品种, 共有 2 个中药保护品种。公司产品共有 106 个品种被列入 2021 版国家医保目录, 其中甲类 45 个, 乙类 61 个, 独家品种 23 个; 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。处于三期 1.1 类新药 1 个, 二期 6 个, 一期 2 个以及其他临床前在产产品, 打造了丰富的在研管线。同时, 公司注重研发成果转化, 2020-2022 年间每年均有 1-2 款新药获批。

(2) **基药品种驱动业绩新增长, 注射剂型药物逐步恢复。** 公司非中药注射剂基药品种金振口服液在纳入基药目录后持续快速放量, 2022 年前三季度增速接近 70%, 销售额即将突破十亿元, 在医疗端儿科中成药已占据稳固地位, 有望成为公司第三个“十亿级”品种。我们认为, 未来公司有望纳入更多基药品种, 在基药“986”政策促进下旧有基药品种保持较高速增长, 新入基药品种打开新成长空间。此外, 公司两大历史拳头品种热毒宁和银杏二萜内酯葡胺注射液逐步从 20 年的不利影响中走出来, 覆盖医院、销售额处于快速修复中。我们认为, 公司产品线丰富, 未来业绩有望加速修复。

(3) **销售体系改革不断深化, 直营+代理制双轮驱动助力公司将产品优势转化为业绩成果。** 公司自 2021 年以来持续进行营销体系改革, 1) 由各主管组建销售团队, 实行医院主管负责制, 有利于公司整合销售资源, 提升营销效率。2) 淘汰末尾人员, 逐步精简销售人员, 加强激励机制, 2021 年人均创收大幅提高至 126 万元 (+74%); 3) 在注射剂受政策负面影响较大的情况下, 医院主管团队内部区分口服和注射剂, 在维持注射剂稳定的情况下, 不断扩大口服产品的发展。

基于以上假设, 我们认为对公司未来收入测算如下表:

表11: 收入预测 (百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
注射剂型	2346.38	1106.24	1304.36	1520.00	1950.00	2400.00
YOY	17.8%	-52.9%	17.9%	16.5%	28.3%	23.1%
毛利率	81.6%	77.7%	75.4%	75.0%	75.0%	75.0%
胶囊剂型	1005.07	933.05	971.90	991.34	1040.90	1145.00
YOY	23.5%	-7.2%	4.2%	2.0%	5.0%	10.0%
毛利率	72.8%	66.9%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
口服剂型	609.50	397.90	666.32	999.48	1449.25	1884.02
YOY	25.1%	-34.7%	67.5%	50.0%	45.0%	30.0%
毛利率	79.7%	75.3%	76.2%	76.0%	76.0%	76.0%
片丸剂	281.21	233.02	289.85	347.82	434.78	565.21
YOY	-4.9%	-17.1%	24.4%	20.0%	25.0%	30.0%
毛利率	69.0%	65.7%	64.7%	64.5%	64.5%	64.5%
贴剂	186.01	224.00	237.70	237.70	249.59	267.06
YOY	5.3%	-13.3%	6.1%	0.0%	5.0%	7.0%
毛利率	79.9%	84.8%	84.2%	84.0%	84.0%	84.0%
颗粒剂、冲剂	113.28	90.30	137.33	206.00	370.79	611.81
YOY	130.9%	-20.3%	52.1%	50.0%	80.0%	65.0%
毛利率	68.7%	68.4%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
凝胶剂/眼膏剂	-	-	6.2	36.9	73.8	125.5
YOY	-	-	-	500%	100%	70%
毛利率	-	-	87.8%	88.0%	88.0%	88.0%
其他业务	24.4	47.4	35.0	35.0	35.0	35.0
YOY	150.0%	94.7%	-26.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	61.2%	47.9%	54.8%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	4565.80	3031.93	3648.56	4374.18	5604.05	7033.49
YOY	19.4%	-33.6%	20.3%	19.9%	28.1%	25.5%
毛利率	78.1%	72.9%	71.9%	72.1%	72.4%	72.4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

考虑到公司的产品储备丰富, 且临床效果认可度高, 同时营销改革不断深化下有望将公司的研发优势转化为销售成果, 我们预计公司 2022-2024E 归母净利润分别为 4/5.15/6.44 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 29/23/18 倍。

参照公司主要业务板块, 我们选取在中药创新药领域布局较深的以岭药业、红日药业, 以及在中药注射剂领域有所布局的昆药集团作为可比公司, 并进行可比公司估值, 公司估值水平低于以岭药业, 和红日药业估值水平相当, 高于昆药集团估值水平, 略高

于行业平均水平，我们看好公司作为中药创新药引领企业的长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002603.SZ	以岭药业	29.28	0.54	0.70	0.89	1.08	36.40	30.10	25.42	21.51
300026.SZ	红日药业	5.85	0.85	1.42	1.35	1.63	25.57	29.50	20.01	15.96
600422.SH	昆药集团	16.37	0.67	0.7	0.83	0.98	24.45	23.43	19.62	16.46
平均值							28.81	27.68	21.68	17.98
600557.SH	康缘药业	19.88	0.55	0.68	0.88	1.1	36.26	29.06	22.57	18.04

数据来源：Wind, 东吴证券研究所，股价为 2022 年 1 月 7 日收盘价，以岭药业、红日药业、昆药集团盈利预测为 Wind 一致预期

6. 风险提示

（1）产品研发注册不及预期风险。新药的研发与注册备案本就是两个耗时颇长的环节。若进展不及预期，可能导致公司错过市场机会或者在未来的竞争中丧失先发优势。目前公司在研管线中仅有紫辛鼻鼈颗粒、健肾片和参蒲盆炎颗粒进入三期临床，余下 20 多个项目仍处于二期临床及之前的阶段，与成功研发尚有一定距离。进展最快的三期临床项目还要经历注册备案环节，若注册耗时过长，短期内公司可能将面临新产品推出的空白期。

（2）新老产品院内推广不及预期风险。老产品在经历疫情的重新洗牌后与新产品共同竞争疫情后释放的院内医疗资源。此时的院内推广至关重要，影响的将是未来常态化形势下的院内格局。公司主要产品面向市场均为院内市场，若未来产品推广不及预期，可能造成公司业绩下滑风险。

（3）政策重大变更风险。政策风险主要来自中药注射剂行业。中药注射剂以往已经在政策利空下多次受挫，在疫情中展露优势后进入发展与挑战并存时期。但在疫情平复后，政策发生重大变更，使得中药注射剂行业重回较为严格的监管之下。公司产品两大主打产品热毒宁注射液和银杏二萜内酯葡胺注射液均属中药注射剂，贡献公司三成左右营收，政策变动将对公司营收产生较大影响。

（4）市场竞争加剧风险。面对疫情后新形势，各大药企必然纷纷发力，以求在新格局下占据优势。因此接下来的较长时期内，公司都将面临更大的竞争压力。以止咳平喘和感冒中成药这一细分为例，细分中药品名超 500 种，其中公司的热毒宁注射液与金振口服液销售额仅排在十几位，既要努力对旧有的龙头产品发起冲击，也要警惕新产品的后来居上。

康缘药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,874	3,614	4,724	5,965	营业总收入	3,649	4,374	5,604	7,033
货币资金及交易性金融资产	1,113	982	1,753	1,898	营业成本(含金融类)	1,025	1,221	1,548	1,941
经营性应收款项	1,382	2,048	2,349	3,191	税金及附加	61	70	90	113
存货	338	543	575	827	销售费用	1,583	1,881	2,410	3,024
合同资产	0	0	0	0	管理费用	162	197	252	317
其他流动资产	40	41	47	49	研发费用	499	612	801	1,037
非流动资产	3,144	2,972	2,801	2,629	财务费用	8	-17	-18	-42
长期股权投资	4	4	4	4	加:其他收益	34	44	56	70
固定资产及使用权资产	2,450	2,308	2,167	2,025	投资净收益	4	0	0	0
在建工程	83	83	83	83	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	283	253	223	193	减值损失	2	0	0	0
商誉	59	59	59	59	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	20	20	20	20	营业利润	351	454	576	714
其他非流动资产	245	245	245	245	营业外净收支	-23	-29	-29	-29
资产总计	6,018	6,587	7,525	8,594	利润总额	328	425	547	685
流动负债	1,453	1,617	2,035	2,454	减:所得税	4	21	27	34
短期借款及一年内到期的非流动负债	235	135	85	85	净利润	324	404	520	651
经营性应付款项	360	386	560	626	减:少数股东损益	4	4	5	7
合同负债	25	37	46	58	归属母公司净利润	321	400	515	644
其他流动负债	833	1,060	1,344	1,685	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.68	0.88	1.10
非流动负债	92	92	92	92	EBIT	354	437	559	672
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	545	609	730	843
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	71.91	72.10	72.37	72.40
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	8.79	9.14	9.19	9.16
其他非流动负债	92	92	92	92	收入增长率(%)	20.34	19.89	28.12	25.51
负债合计	1,545	1,710	2,128	2,546	归母净利润增长率(%)	21.92	24.78	28.73	25.12
归属母公司股东权益	4,304	4,704	5,219	5,863					
少数股东权益	168	172	178	184					
所有者权益合计	4,473	4,877	5,397	6,048					
负债和股东权益	6,018	6,587	7,525	8,594					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	908	8	857	179	每股净资产(元)	7.26	8.05	8.93	10.03
投资活动现金流	-297	-29	-29	-29	最新发行在外股份(百万股)	585	585	585	585
筹资活动现金流	-443	-111	-57	-5	ROIC(%)	7.35	8.55	10.12	10.99
现金净增加额	169	-132	771	145	ROE-摊薄(%)	7.45	8.50	9.87	10.99
折旧和摊销	191	172	172	172	资产负债率(%)	25.68	25.96	28.28	29.63
资本开支	-142	-29	-29	-29	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.26	29.06	22.57	18.04
营运资本变动	385	-607	129	-678	P/B(现价)	2.74	2.47	2.23	1.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

