

康缘药业（600557.SH）——2023 年半年报点评

研发维持动力，业绩稳步增长

买入

核心观点

2023 年上半年收入、利润均实现双位数增长。2023 年上半年公司实现营收 25.53 亿元（+21.74%），归母净利润 2.76 亿元（+30.60%），扣非归母净利润 2.62 亿元（+29.93%）。其中二季度单季营收 12.01 亿元（+17.88%），归母净利润 1.34 亿元（+32.77%），扣非归母净利润 1.23 亿元（+29.08%），利润端增速超收入端。

研发方面：公司中药研发势头持续强劲，并积极布局化学药、生物药。在多项重要中医药文件颁布的背景下，2023 年上半年公司在研中药获得临床试验批准通知书 1 个（梔黄贴膏），新申报生产品种 2 个，III 期临床研究品种 2 个；化药创新药获得临床试验批准通知书 2 个，推进 II 期临床 2 个，开展 II 期临床 2 个；化药仿制药获得 2 个药品注册证书；生物药获得中国和美国临床试验批准通知书 1 个，获得 CDE 审评受理 1 个。

销售方面：加速基层开发，完善主管制度。公司坚持打造金振口服液、热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液三个核心大品种；布局一批以杏贝止咳颗粒、腰痹通胶囊、复方南星止痛膏等为代表的发展级品种，打造非注射品种种群梯队；加大培育天舒胶囊、通塞脉片、龙血通络胶囊、大株红景天胶囊等心脑血管品种。坚持招商代理、OTC、分销综合三大业态并举，形成销售格局新态势；紧抓重点基层终端开发和规模提升，对基层终端进行“产品群”开发，加速基层市场发展格局；推动完善主管制，建立动态择优的主管体系，扩大合格销售人员队伍。

产品优势明显，坚持多点开花。公司始终秉承“现代中药，康缘智造”的愿景，坚持创新驱动，目前主要产品线聚焦呼吸与感染疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。2023 年上半年，天舒胶囊被列为预防性治疗偏头痛的唯一推荐中成药（II 级推荐，C 级证据）和紧张型头痛推荐用中成药，在外部环境错综复杂的情况下，公司业绩实现稳步增长。

投资建议：中药研发势头持续强劲，首次覆盖，给予“买入”评级。

预计公司 2023-2025 年营收 52.87/62.39/72.67 亿元，同比增长 21.5%/18.0%/16.5%；2023-2025 年归母净利润 5.62/6.93/8.61 亿元，同比增长 29.4%/23.2%/24.2%，当前股价对应 PE=21/17/14x。综合绝对估值和相对估值，公司合理股价为 22.48-26.84 元，较当前股价上涨空间 11-33%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：研发推进不及预期；集采控费超预期；中药注射剂政策风险。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,649	4,351	5,287	6,239	7,267
(+/-%)	20.3%	19.2%	21.5%	18.0%	16.5%
净利润(百万元)	321	434	562	693	861
(+/-%)	21.9%	35.5%	29.4%	23.2%	24.2%
每股收益(元)	0.54	0.74	0.96	1.19	1.47
EBIT Margin	8.7%	9.2%	11.3%	11.9%	13.0%
净资产收益率 (ROE)	7.4%	9.1%	10.7%	11.7%	12.8%
市盈率 (PE)	37.0	27.0	20.8	16.9	13.6
EV/EBITDA	26.6	23.0	16.5	14.0	11.9
市净率 (PB)	2.76	2.46	2.23	1.98	1.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 中药 II

证券分析师：张佳博 021-60375487
zhangjiabo@guosen.com.cn
S0980523050001

证券分析师：陈益凌 021-60933167
cnchenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

证券分析师：彭思宇

0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	22.48 - 26.84 元
收盘价	20.24 元
总市值/流通市值	11832/11667 百万元
52 周最高价/最低价	33.71/12.08 元
近 3 个月日均成交额	290.56 百万元

市场走势

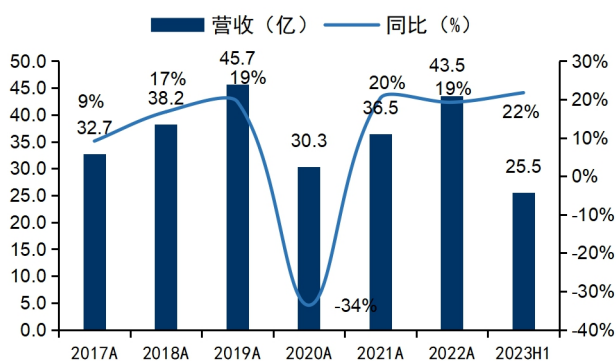


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

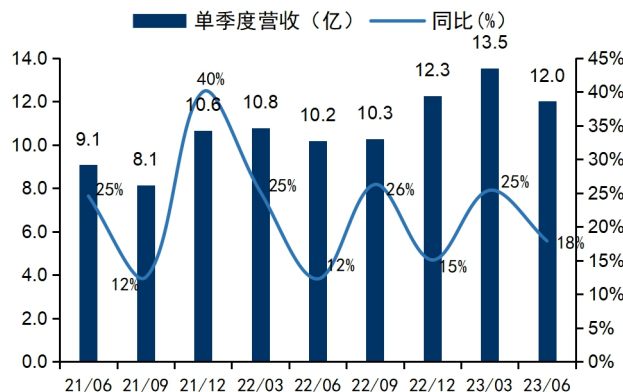
2023 年上半年收入、利润均实现双位数增长。2023 年上半年公司实现营收 25.53 亿元（+21.74%），归母净利润 2.76 亿元（+30.60%），扣非归母净利润 2.62 亿元（+29.93%）。其中，二季度单季营收 12.01 亿元（+17.88%），归母净利润 1.34 亿元（+32.77%），扣非归母净利润 1.23 亿元（+29.08%）。23 年上半年营收、利润均实现双位数增长，利润端增速优于收入端。2020 年受疫情影响，公司业绩出现较大下滑，主要系医院常规门诊未能正常接诊、门诊量下降幅度较大；2021 年后业绩逐渐恢复，2023 年公司营收有望超越疫情前水平达到新高。

图1：康缘药业营业收入及增速（单位：亿元、%）



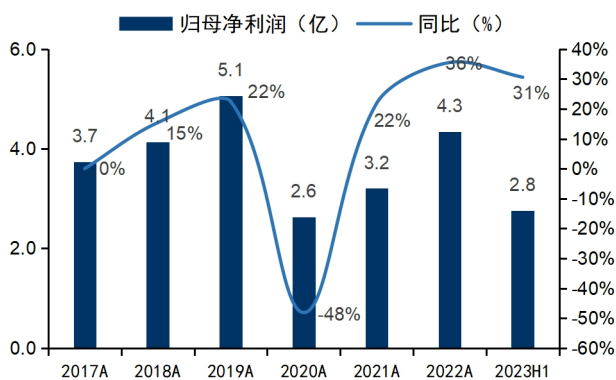
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：康缘药业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



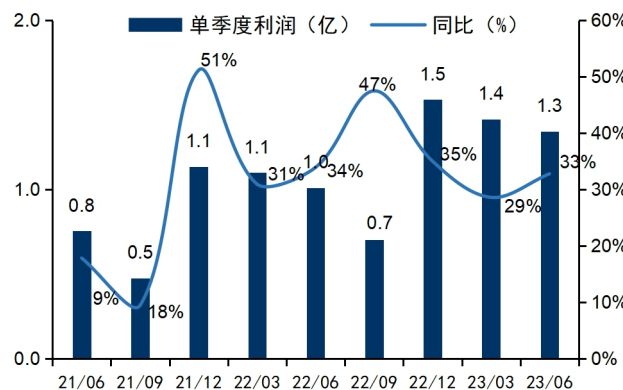
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：康缘药业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：康缘药业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

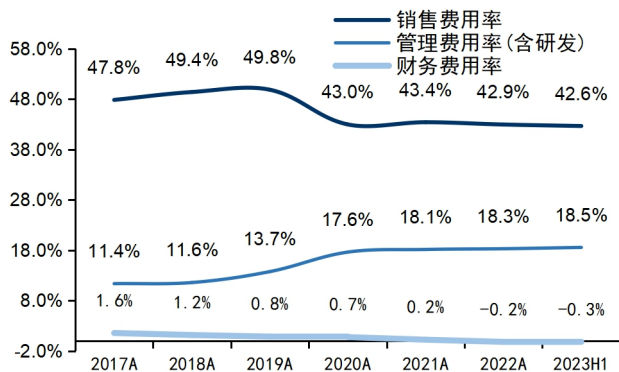


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发持续投入，研发费用率创新高。2023 年上半年公司研发费用 6.06 亿元，同比增长 21.29%，研发费用率 14.24%，较去年同期提升 1.01pp。研发持续投入之下公司产品推进迅速，2023 年上半年中药获得临床试验批准通知书 1 个（梔黄贴膏），新申报生产品种 2 个（JC 颗粒、FZJD 颗粒），III 期临床研究品种 2 个（SPPY 颗粒、LWDHGT 片）；化药创新药获得临床试验批准通知书 2 个（KY0135 片、KY1702 胶囊），推进 II 期临床 2 个（DC20、KY0467），开展 II 期临床 2 个（SIPI-2011、WXSH0493 片）；化药仿制药获得 2 个药品注册证书（吸入用异丙托溴铵溶液、米诺地尔搽剂）；生物药获得中国和美国临床试验批准通知书 1 个（KYS202002A 注射液复发和难治性多发性骨髓瘤），获得 CDE 审评受理 1 个（KYS202002A 注射液系统性红斑狼疮）。2023 年上半年新获得授权发明专利 10 件。

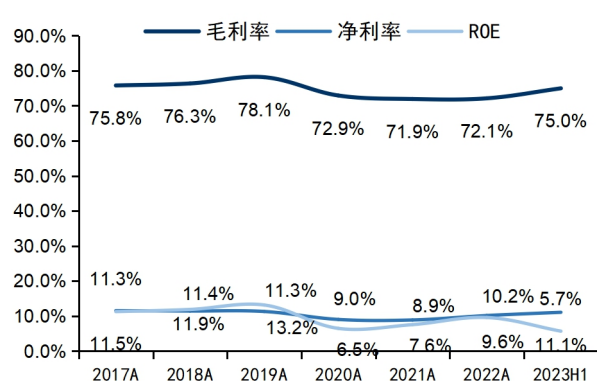
毛利率提升明显，销售费用率有所上行。2023 年上半年公司毛利率 74.95%，较去年同期提升 2.85pp。分产品看，各细分剂型产品毛利率均较 22 年同期有所提升；销售费用率 42.64%，较去年同期上升 1.55pp，主要系本周期内公司改良营销策略、补齐销售短板产生费用；管理费用率 4.31%，较去年同期上升 0.25pp；财务费用率-0.31%，较去年同期下降 0.21pp。

图5：康缘药业三费情况（单位：%）



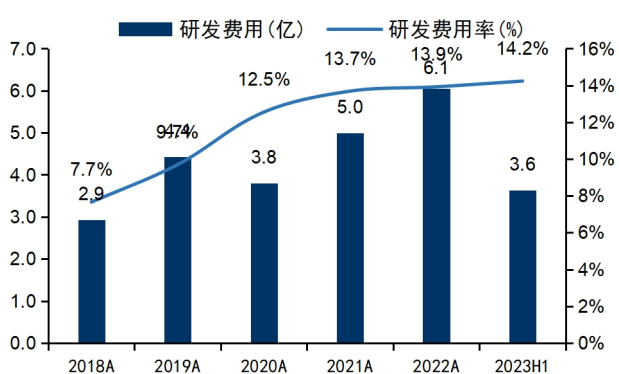
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：康缘药业利润率情况（单位：%）



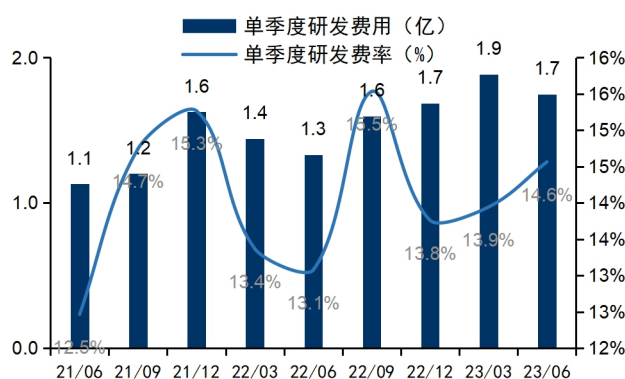
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：康缘药业研发费用情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：康缘药业单季度研发费用情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

康缘药业是中药研发领先企业

成立之初即深耕中医药研发。江苏康缘药业股份有限公司是集中药研发、生产、销售为一体的大型中药企业，建有“中药制药过程新技术国家重点实验室”等多个国家级科研平台，2018 年实验室获评“优秀类企业国家重点实验室”（医药领域第一）。先后获得国家级中药新药 47 个，发明专利授权 331 件；承担科技项目 50 余项；获国家技术发明二等奖 1 项、国家科技进步二等奖 2 项、省部级科技进步一等奖 8 项（其中江苏省科技进步一等奖 2 项）；研发实力连续三年位列“中药研发实力排行榜”首位。**桂枝茯苓胶囊**已完成美国 II 期临床试验，是我国中药国际化示范品种。公司秉承“振兴国药、报效祖国”的历史使命，在几十年的发展历程中形成了以“中药、化学药、生物制药”集群创新发展为主线，以中医药文化养生产业和健康产品为两翼的发展体系，实现大健康产业“素质提升”和“规模扩张”同步发展。

图9：康缘药业发展历程

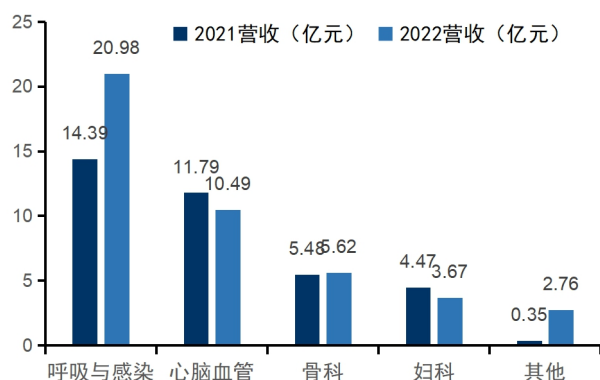


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

董事长肖伟 2021 年当选为中国工程院院士。创始人、董事长肖伟博士为中药学博士，享受国务院特殊津贴，长期致力于中药新药创制、生产过程质控、智能制造领域研究工作，为制药工程学专家，2021 年因中药新药创制领域的贡献当选中国工程院院士。

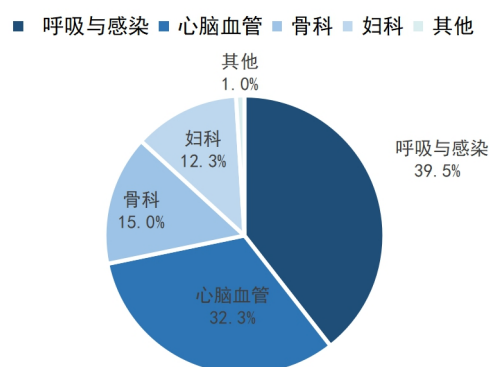
公司聚焦四大系列产品，并积极推进化学药、生物药。公司自成立以来，秉承“博思精艺，厚朴远志”的创新精神，以中医药理论为指导，围绕中医优势领域，运用前沿先进技术，开发国际先进、现代临床认同的创新中药，推动中药标准化、现代化、国际化进程。目前主要产品线聚焦呼吸与感染疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域，同时统筹推进化学药、生物药协同发展。截至 2022 年年底，公司获得发明专利授权 571 件，拥有中药新药 54 个、化学药新药 9 个，在国内中药企业中处于领先地位。

图10: 康缘药业 2021 和 2022 年业务营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 康缘药业 2022 年业务营收占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司中药研发势头持续强劲，研发费用率高于中药行业整体。2023 年上半年，《中药注册管理专门规定》、《中医药振兴发展重大工程实施方案》等重要文件相继出台，中药药品注册申请受理数量大幅攀升，公司在研中药获得临床试验批准通知书 1 个（梔黄贴膏），新申报生产品种 2 个（JC 颗粒、FZJD 颗粒），III 期临床研究品种 2 个（SPPY 颗粒、LWDHGT 片）。截至 2023 年上半年，公司共计获得药品生产批件 207 个，其中 **46 个药品为中药独家品种、4 个为中药保护品种**；公司共有 108 个品种被列入 2022 版国家医保目录，其中甲类 47 个，乙类 61 个，独家品种 24 个；**共有 43 个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种 6 个。**

表1: 康缘药业品种情况

类型	数量 (个)
中药独家品种	46
中药保护品种	4
2022 年国家医保目录品种	108
2022 年国家医保独家品种	24
国家基本药物目录品种	43
独家基药品种	6

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新版基药目录调整在即，多款产品有望纳入。基药目录调整周期一般为 3 年，最近一次调整是在 2018 年 9 月。从 2018 年版基药目录调整后的产品销量情况来看，多款新纳入品种迎来放量。2021 年 6 月，国务院办公厅《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》中提出“优化目录遴选调整程序，适时启动目录调整工作”，同年 11 月，卫健委发布《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》征求意见稿，意见反馈截止时间为 2021 年 12 月 14 日。当前距离征求意见稿发布已过去一年半有余，新版基药目录调整在即，预计公司 2~3 款产品有望新纳入，为业绩的持续增长提供动力。

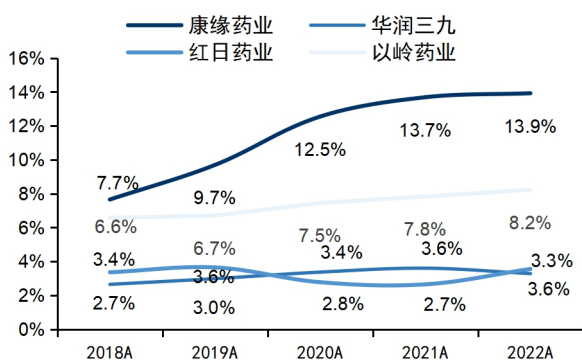
10 款一类中药新药产品处于临床阶段，多款产品未来 2~3 年有望获批。当前公司共有 2 款中药一类新药产品处于临床 III 期阶段、6 款中药一类新药产品处于临床 II 期阶段，根据公司产品当前所处研发阶段，我们预计 2023-2024 年公司 2~4 款中药新药产品有望获批。

表2：康缘药业主要在研中药新药项目情况

药品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否属于处方药	是否属于中药保护品种	研发所处阶段
散寒化湿颗粒	经典名方 3.2 类	寒湿郁肺所致疫病	是	否	获批注册批件
济川颗粒	经典名方 3.1 类		是	否	审评
紫辛鼻鼈颗粒	中药创新药 1.1 类	过敏性鼻炎	是	否	III 期临床研究
参蒲盆炎颗粒临床	中药创新药 1.1 类	盆腔炎症性疾病后遗症	是	否	III 期临床研究
苁蓉润通口服液	中药创新药 1.2 类	老年便秘	是	否	II 期临床研究
芪白平肺颗粒	中药创新药 1.1 类	慢性阻塞性肺病	是	否	II 期临床研究
冠心平颗粒	中药创新药 1.1 类	稳定性冠心病心绞痛	是	否	II 期临床研究
伤科天芍凝胶	中药创新药 1.1 类	急性软组织损伤	是	否	II 期临床研究
麻杏止咳颗粒	中药创新药 1.1 类	支气管哮喘慢性持续期（热哮）	是	否	II 期临床研究
九味疏风平喘颗粒	中药创新药 1.1 类	支气管哮喘慢性持续期（风哮）	是	否	II 期临床研究
泽泻降脂胶囊	中药创新药 1.2 类	高脂血症	是	否	I 期临床研究
栀黄贴膏	中药创新药 1.1 类	急性关节扭伤之血瘀郁热证	是	否	获临床试验默示许可

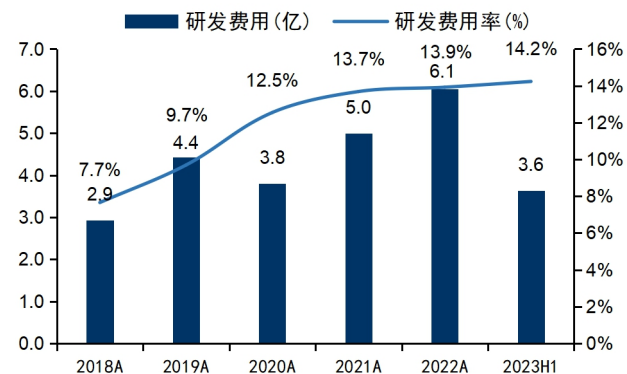
资料来源：insight 数据库、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12：部分中药企业研发费用率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：康缘药业研发费用情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

化学药、生物药方面：多款产品处于临床或受理阶段。化药创新药获得临床试验批准通知书 2 个（KY0135 片、KY1702 胶囊），推进 II 期临床 2 个（DC20、KY0467），开展 II 期临床 2 个（SIPI-2011、WXSH0493 片）；化药仿制药获得 2 个药品注册证书（吸入用异丙托溴铵溶液、米诺地尔搽剂）；生物药获得中国和美国临床试验批准通知书 1 个（KYS202002A 注射液复发和难治性多发性骨髓瘤），获得 CDE 审评受理 1 个（KYS202002A 注射液系统性红斑狼疮）。

呼吸与感染系列：2022 年贡献近一半收入。按治疗领域划分，呼吸与感染系列是公司收入占比最大的板块，2022 年呼吸与感染系列营业收入 20.98 亿元，相较 2021 年同比增长 46%。热毒宁注射液、金振口服液、杏贝止咳颗粒、银翘解毒软胶囊均为中药独家产品、医保乙类产品及国家基药目录产品。

呼吸与感染系列拥有三大王牌产品—热毒宁注射液、金振口服液、杏贝止咳颗粒。热毒宁注射液用于外感风热所致的感冒、咳嗽，2017 年医保目录调整限制为限二

级及以上医疗机构重症患者使用，2022 年广东中成药集采，热毒宁注射液作为独家产品降价 21% 中选，随着公司继续落实热毒宁注射液专人专做，急诊、呼吸等成人科室市场份额有望提升。**金振口服液**主要用于儿童呼吸道感染，我国儿童专用中药制剂较少，《国家基本药物目录》和《中国药典》中分别占比 4.9% 和 5.6%，《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》征求意见稿中也提出将儿童用药作为目录单列，体现了国家对儿童药的进一步扶持，中长期来看，金振口服液有望受益于儿科抗感染的旺盛需求及国家政策的支持保持稳健增长，叠加公司调动 OTC 事业部积极性、重点抢抓大连锁药房销售工作，金振口服液零售渠道有望进一步放量。**杏贝止咳颗粒**组方源于国医大师周仲瑛教授的经验方，2019 年公司制定全面开发六大独家基药品种的战略，杏贝止咳颗粒位列其中、有望进入快速增长阶段。

表3：康缘药业主要产品（呼吸与抗感染系列）

产品系列	产品名称	商品图	适应症	优势
抗感染系列	热毒宁注射液		清热、疏风、解毒，用于外感风热所致感冒、咳嗽，症见高热、微恶风寒、头痛身痛、咳嗽、痰黄；上呼吸道感染、急性支气管炎见上述证候者。	中药独家品种 医保乙类 国家基药目录
	金振口服液		清热解毒，祛痰止咳。用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者，表现为发热、咳嗽、咳吐黄痰、咳吐不爽、舌质红、苔黄腻等。	中药独家品种 医保乙类 国家基药目录
	杏贝止咳颗粒		清宣肺气，止咳化痰。用于外感咳嗽属表寒里热证，症见微恶寒、发热、咳嗽、咯痰，痰稠质粘、口干苦、烦躁等。	中药独家品种 医保乙类 国家基药目录
	银翘解毒软胶囊		疏风解表，清热解毒。用于风热感冒，症见发热头痛、咳嗽口干、咽喉疼痛。	中药独家品种 医保乙类 国家基药目录
	注射用香菇多糖		用于恶性肿瘤的辅助治疗	

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

心脑血管系列：产品队列丰富，多款独家产品。2022 年心脑血管系列实现收入 10.49 亿元，同比有所下滑，收入占比 24.1%。心脑血管系列拥有天舒胶囊、银杏二萜内酯葡胺注射液、大株红景天片、苻蓉总苷胶囊、龙穴通络胶囊等多款中药独家品种。其中，天舒胶囊为医保甲类品种，银杏二萜内酯葡胺注射液、大株红景天片、龙穴通络胶囊为医保乙类品种。**银杏二萜内酯**经过三轮国谈议价（2017 年从 640 元/支降价至 316 元/支纳入医保目录；2019 年降价至 93.7 元/支；2021 年医保谈判维持原价），医保降价压力充分释放，其日费用适中（日费用 93.7 元）、临床使用方便（每次使用 1 支）、当前市占率较低，有望进一步挖掘潜在市场。**天舒**

胶囊于 1995 年获批上市，用于瘀血阻络或肝阳上亢引发的头痛日久，公司持续围绕其开展循证研究，我们预计该品种有望维持稳健增长。

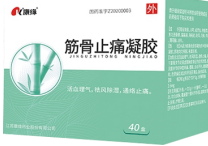
表4: 康缘药业主要产品（心脑血管系列）

产品系列	产品名称	商品图	适应症	优势
	天舒胶囊		活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久、痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁，舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛见上述证候者。	中药独家品种 医保甲类
	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）恢复期瘀痰阻络证，症见半身不遂，口舌歪斜，言语謇涩，肢体麻木等	中药独家品种 医保乙类
	大株红景天片		活血化瘀，通脉止痛。用于心血瘀阻引起的冠心病、心绞痛，症见胸痛、胸闷、心慌、气短等。	中药独家品种 医保乙类
	苁蓉总苷胶囊		补肾益髓，健脑益智。用于髓海不足证的轻中度血管性痴呆。症见脑血管病后出现的认知功能损伤表现的智力减退、思维迟钝、健忘、注意力不集中、语言能力和判断力降低、个性改变、日常生活能力的减退、表情呆板、善惊易恐、倦怠思卧、腰膝酸软、脑转耳鸣等。	中药独家品种
心脑血管系列	龙穴通络胶囊		活血化瘀通络。用于中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期血瘀证。症见半身不遂，言语蹇涩或不语，口舌歪斜，偏身麻木，脉弦或涩	中药独家品种 医保乙类
	复方丹参颗粒		活血化瘀，理气止痛，用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷，心前区刺痛，冠心病心绞痛见上述证候者。	
	益心舒片		益气复脉，活血化瘀，养阴生津，用于气阴两虚，淤血阻脉所致的胸痹，症见胸痛胸闷，心悸气短，脉结代；冠心病心绞痛见上述证候者	
	天舒片		活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁、舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛，高血压头痛见上述症候者。	
	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，症状表现为半身不遂、偏身麻木、口眼歪斜、言语不利、肢体感觉减退或消失等；用于血栓性脉管炎（脱疽）的毒热证。	

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

骨科系列：2022 年收入同比基本持平。公司骨科系列拥有腰痹通胶囊、筋骨止痛凝胶、七味通痹口服液三款主要产品，均为中药独家品种、医保品种；另有复方南星止痛膏、抗骨增生胶囊等多款产品布局。2022 年骨科系列实现收入 5.62 亿元，较 2021 年基本持平。

表5：康缘药业主要产品（骨科系列）

产品系列	产品名称	商品图	适应症	优势
	腰痹通胶囊		活血化瘀，祛风除湿，行气止痛。用于血瘀气滞、脉络闭阻所致的腰痛，症见腰腿疼痛，痛有定处、痛处拒按、轻者俯仰不便、重者剧痛不能转侧；腰椎间盘突出症见上述证候者。	中药独家品种 医保甲类 国家基药目录
骨科系列	筋骨止痛凝胶		活血理气，祛风除湿，通络止痛。	中药独家品种 医保乙类
	七味通痹口服液		补肾壮骨，祛风蠲痹。主治类风湿性关节炎证属肝肾不足、风湿阻络证。症见关节疼痛、肿胀、屈伸不利、腰膝酸软、硬结、晨僵、步履艰难、遇寒痛增、舌质淡或暗、苔薄白等	中药独家品种 医保乙类

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

妇科系列：2022 年受疫情影响，收入有所下滑。2022 年妇科系列实现收入 3.67 亿元，受疫情影响，同比有所下滑。妇科系列拥有桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊等主要产品。桂枝茯苓胶囊于 1995 年获得国家新药证书，曾为公司主要创收品种。

表6: 康缘药业主要产品（妇科系列及其他）

产品系列	产品名称	商品图	适应症	优势
妇科系列	桂枝茯苓胶囊		活血，化瘀，消癥。用于妇人瘀血阻络所致癥块、经闭、痛经、产后恶露不尽；子宫肌瘤，慢性盆腔炎包块，痛经，子宫内膜异位症，卵巢囊肿见上述证候者；也可用于女性乳腺囊性增生病属瘀血阻络证，症见乳房疼痛，乳房肿块，胸胁胀闷；或用于前列腺增生属瘀阻膀胱证，症见小便不爽，尿细如线，或点滴而下，小腹胀痛者。	中药独家品种 医保甲类
	复方益母颗粒		活血行气，化瘀止痛。用于气滞血瘀所致的痛经。症见月经期小腹胀痛拒按、经血不畅、血色紫黯成块、乳房胀痛、腰部酸痛等。	中药独家品种 医保乙类
	散结镇痛胶囊		软坚散结，化瘀定痛。用于瘀瘀互结兼气滞所致的继发性痛经、月经不调、盆腔包块、不孕；子宫内膜异位症见上述证候者。	中药独家品种 医保乙类
	益坤宁片		补气养血，调经止痛。用于妇女血虚气滞，月经不调，经前，经后腹痛腰痛，妇女更年期综合症等	中药独家品种
	短血流软胶囊		凉血止血。用于血热妄行所致的月经过多、崩漏、吐血、衄血、咯血、尿血、便血、血色鲜红或紫红；功能失调性子宫出血、子宫肌瘤出血及多种出血症、单纯性紫癜、原发性血小板减少性紫癜见以上证候者。	
	参乌益肾片		补肾健脾，活血利湿。用于改善慢性肾小球肾炎所致的慢性肾衰竭（代偿期、失代偿期和衰竭期）非透析患者气阴两虚兼湿浊证患者出现的恶心、呕吐、食少纳呆、口干舌燥、大便干结等。	
其他	九味熄风颗粒		滋阴平肝，熄风化痰。用于轻中度小儿多发性抽动症属中医肾阴亏损，肝风内动证者。症见头、颈、五官及肢体自主抽动，喉中发出异常声音，舌红苔少，脉细弦	
	六味地黄软胶囊		滋阴补肾。用于肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，盗汗遗精	

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

大品种集采风险已基本出清。三大核心品种热毒宁口服液、金振口服液、银杏二萜内酯葡胺注射液均为中药独家品种，降价风险相对较小或已基本出清：热毒宁注射液广东集采降价 21% 中标；银杏二萜内酯葡胺注射液经过三轮国谈议价（2017 年从 640 元/支降价至 316 元/支纳入医保目录，2019 年降价至 93.7 元/支，2021

年医保谈判维持原价），医保降价压力充分释放，日费用适中，有望进一步挖掘潜在市场；金振口服液为儿童用药，2021 年广东中成药集采指出“未获得增量使用的备选产品在采购年度内完成当年协议采购量后由医疗机构自主（备案）采购，其中独家产品中的中药创新药、急（抢）救药品、儿童用药品、应对公共卫生突发事件紧急紧缺药品按需采购”，一定程度上给独家儿童用药制定了“兜底条款”。基于儿童用药的稀缺性及政策偏向性，我们预计：金振口服液后续如若纳入后续集采，其降价幅度有望更加温和。

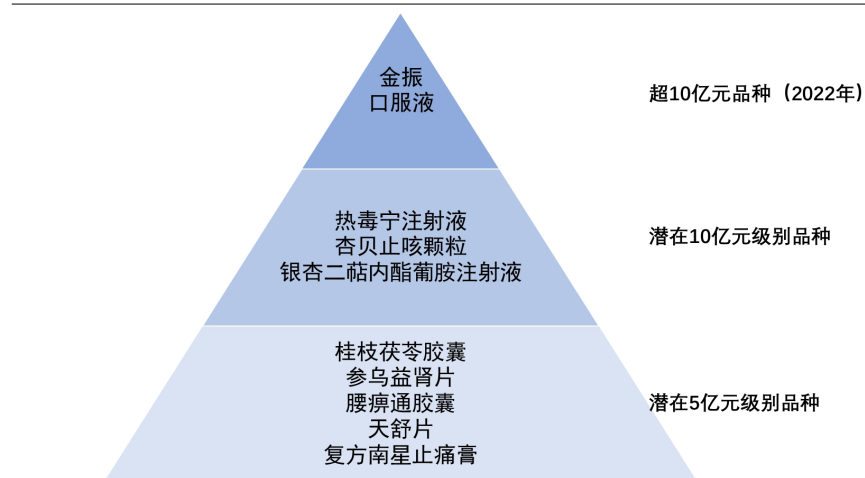
表7：康缘药业核心品种集采情况

药品名称	纳入医保年份	是否独家	集采/国谈情况
热毒宁注射液	2009	是	2022 年广州集采 (中标, 26.19 元/支, 降幅 21%)
金振口服液	2009	是	儿童用药, 集采力度或将相对缓和
银杏二萜内酯葡胺注射液	2017	是	2017 年国谈 (316 元/支, 限二级以上); 2019 年及 2021 年国谈 (93.7 元/支)。
大株红景天胶囊	2017	是	2022 年广州集采 (中标, 0.77 元/粒, 降幅 21%)
益心舒片	2009	否	2021 年湖北集采 (中标, 16.42 元/盒, 降幅 64.2%)

资料来源：insight 数据库、医保局、公司公告，国信证券经济研究所整理、估算

营销质量提高，助力销售由劣转优。公司主要采取专业学术推广、招商代理及普药助销三位一体的营销模式，坚持打造金振口服液、热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液三个核心大品种；布局一批以杏贝止咳颗粒、腰痹通胶囊、复方南星止痛膏等为代表的发展级品种，打造非注射品种矩阵；加大培育天舒胶囊、通塞脉片、龙血通络胶囊、大株红景天胶囊等心脑血管品种，作为战略储备品种，增厚销售发展基础。公司坚持招商代理、OTC、分销综合三大业态并举，形成销售格局新态势；紧抓重点基层终端开发和规模提升，对基层终端进行“产品群”开发，加速基层市场发展格局。公司推动完善主管制，建立动态择优的主管体系，扩大合格销售人员队伍；创新营销行为监督，建立“数智云”信息化平台。一系列营销手段助力公司在销售方面由劣势转为优势。

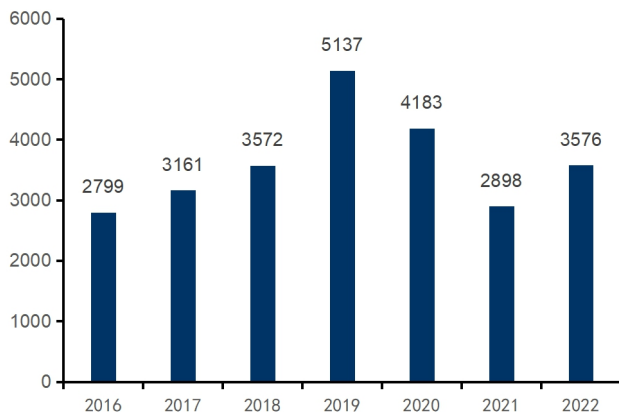
图 14：康缘药业潜在重磅品种



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

销售人员调整，人效提升。销售人员数量在 2019 年达到峰值 5137 人，随后有所减少，2021 年达到近五年的低谷、年末销售人员仅为 2898 人，2022 年回升至 3000 人以上。人效方面，受到疫情影响，2020 年销售人员人均创收 72.5 万元，2021、2022 年销售人员人均创收 100 万元以上，提升明显。

图 15: 康缘药业销售人员数量（单位：人）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 康缘药业销售人员人均创收、创利（单位：万元/人）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

搭建多层次学术平台，销售资源更进一步。公司坚持学术引领、学术推广，搭建多层次多形式的学术平台，持续推进公司产品进入国家级学会指南/共识，持续推进高层次高质量的学术推广活动，实现产品信息全方位精准传达。**天舒胶囊**被《中国偏头痛诊断与治疗指南（中华医学会神经病学分会第一版）》列为预防性治疗偏头痛的唯一推荐中成药（III级推荐，C级证据），同时被《中国紧张型头痛诊断与治疗指南（中华医学会神经病学分会第一版）》列为紧张型头痛推荐用中成药。

推出股权激励计划，赋能公司快速发展。2022 年 6 月，公司发布正式股权激励计划，拟向激励对象授予限制性股票数量 880 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 1.53%。其中首次授予 800 万股，约占激励计划草案公告日公司股本总额的 1.39%，约占本次授予权益总额的 90.91%；预留 80 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 0.14%，约占本次授予权益总额的 9.09%。

图 17: 康缘药业 2023 年股权激励首次授予名单

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	占本计划草案公告日总股本的比例
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（不超过 156 人）		645.00	73.30%	1.12%
预留部分		80.00	9.09%	0.14%
合计（不超过 163 人）		880.00	100.00%	1.53%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2022 年股权激励目标已达成。公司本次股权激励的第一个解除限售期（2022 年）的业绩考核目标为营收增长率不低于 22%或净利润增长率不低于 24%，同时非注射剂产品营收增长率不低于 22%，2022 年净利润 4.42 亿，同比增长 36.25%，非注射剂产品营收 28.00 亿，同比增长 23.69%，第一个限售期解除限售目标达成；第二个解除限售期（2023 年）的业绩考核目标为营收增长率不低于 20%或净利润增长率不低于 22%，同时非注射剂产品营收增长率不低于 23%，2023H1 营收 25.53 亿、同比增长 21.74%，净利润 2.83 亿、同比增长 33.84%，2023 年股权激励解锁目标有望达成。

表8：康缘药业股权激励解除限售业绩考核目标

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、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

呼吸与感染系列：热毒宁注射液随着公司继续落实专人专做，有望提升急诊、呼吸等成人科室市场份额；金振口服液有望受益于儿科抗感染的旺盛需求及国家政策的支持保持稳健增长，叠加公司调动 OTC 事业部积极性、重点抢抓大连锁药房销售工作，零售渠道有望进一步放量；杏贝止咳颗粒作为公司 2019 年制定的全面开发的六大独家基药品种之一，有望进入快速增长阶段。预计呼吸与感染系列 2023-2025 年收入增速分别为 29%、22%、20%。

心脑血管系列：心脑血管系列拥有天舒胶囊、银杏二萜内酯葡胺注射液、大株红景天片、苕蓉总苷胶囊、龙穴通络胶囊等多款中药独家品种。其中，天舒胶囊为医保甲类品种，银杏二萜内酯葡胺注射液、大株红景天片、龙穴通络胶囊为医保乙类品种。银杏二萜内酯经过三轮国谈议价医保降价压力充分释放，其日费用适中、临床使用方便、当前市占率较低，有望进一步挖掘潜在市场；天舒胶囊于 1995 年获批上市，用于瘀血阻络或肝阳上亢引发的头痛日久，公司持续围绕其开展循证研究，我们预计该品种有望维持稳健增长。预计心脑血管系列 2023-2025 年收入增速分别为 20%、18%、16%。

骨科系列：拥有腰痹通胶囊、筋骨止痛凝胶、七味通痹口服液三款主要产品，均为中药独家品种、医保品种。随着疫情影响消退，骨科系列有望平稳增长，预计 2023-2025 年收入增速分别为 12%、12%、10%。

妇科系列：拥有桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊等主要产品，有望维持稳定增速，预计 2023-2025 年收入增速分别为 10%、10%、10%。

表9：康缘药业业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
呼吸与感染系列					
收入（亿元）	14.39	20.98	27.06	33.01	39.61
yoy	27.79%	45.72%	29.00%	22.00%	20.00%
毛利率	74.34%	77.70%	75.99%	76.01%	76.57%
心脑血管系列					
收入（亿元）	11.79	10.49	12.59	14.86	17.24
yoy	29.02%	-10.98%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	72.90%	68.71%	72.03%	71.21%	70.65%
骨科系列					
收入（亿元）	5.48	5.62	6.29	7.04	7.75
yoy	3.37%	2.42%	12.00%	12.00%	10.00%
毛利率	66.08%	62.62%	64.69%	64.47%	63.93%
妇科系列					
收入（亿元）	4.47	3.67	4.03	4.44	4.88
yoy	7.99%	-18.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	69.92%	74.31%	72.64%	72.29%	73.08%
其他					
收入（亿元）	0.35	2.76	2.89	3.04	3.19
合计					
营收（亿元）	36.49	43.51	52.87	62.39	72.67
yoy	20.34%	19.25%	21.51%	18.01%	16.48%
毛利率	71.91%	72.10%	72.60%	72.64%	73.04%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2023-2025 年营收 52.87/62.39/72.67 亿元，同比增长 21.51%/18.01%/16.48%，毛利率 72.60%/72.64%/73.04%。

未来 3 年业绩预测

表 10：未来 3 年盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3649	4351	5287	6239	7267
营业成本（百万元）	1025	1214	1449	1707	1959
销售费用（百万元）	1583	1868	2247	2639	3052
管理费用（百万元）	162	190	231	265	300
研发费用（百万元）	499	606	677	780	894
财务费用（百万元）	8	(9)	2	2	2
营业利润（百万元）	351	455	671	831	1033
利润总额（百万元）	328	446	662	822	1024
归母净利润（百万元）	321	434	562	693	861
归母净利润增速（百万元）	21.9%	35.5%	29.4%	23.2%	24.2%
EPS（元）	0.54	0.74	0.96	1.19	1.47
ROE	7.4%	9.1%	10.7%	11.7%	12.8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

我们预计公司 2023-2025 年销售费用率 42.50%/42.30%/42.00%，管理费用率 4.20%/4.10%/4.00%，研发费用率 12.80%/12.50%/12.30%；2023-2025 年归母净利润 5.62/6.93/8.61 亿元，同比增长 29.4%/23.2%/24.2%。

盈利预测的敏感性分析

在现有收入增速预测基础之上，乐观假设上浮 10%，悲观假设下浮 10%。

表 11：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,649	4,351	5,380	6,446	7,615
(+/-%)	20.3%	19.2%	23.7%	19.8%	18.1%
净利润(百万元)	321	434	1007	1236	1513
(+/-%)	21.9%	35.5%	131.8%	22.7%	22.4%
每股收益（元）	0.54	0.74	1.72	2.11	2.59
中性预测					
营业收入(百万元)	3,649	4,351	5,287	6,239	7,267
(+/-%)	20.3%	19.2%	21.5%	18.0%	16.5%
净利润(百万元)	321	434	562	693	861
(+/-%)	21.9%	35.5%	29.4%	23.2%	24.2%
每股收益（元）	0.54	0.74	0.96	1.19	1.47
悲观预测					
营业收入(百万元)	3,649	4,351	5,193	6,035	6,930
(+/-%)	20.3%	19.2%	19.4%	16.2%	14.8%
净利润(百万元)	321	434	141	192	274
(+/-%)	21.9%	35.5%	-67.6%	36.0%	42.9%
每股收益（元）	0.54	0.74	0.24	0.33	0.47

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：21.24-27.59 元

基于公司完善的产品梯队及中药创新药布局，叠加销售体系的改善，我们预计：2023-2025 年公司收入有望维持中高增速，随后保持稳定增长。

表 12：公司盈利预测假设条件（单位：%）

公司	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	20.34%	19.25%	21.51%	18.01%	16.48%	14.48%	12.48%
营业成本/营业收入	28.09%	27.90%	27.40%	27.36%	26.96%	26.86%	26.86%
管理费用/营业收入	3.54%	3.61%	4.20%	4.10%	4.00%	3.90%	3.80%
研发费用/营业收入	13.69%	13.92%	12.80%	12.50%	12.30%	12.20%	12.10%
销售费用/销售收入	43.39%	42.93%	42.50%	42.30%	42.00%	41.95%	41.90%
营业税及附加/营业收入	1.67%	1.68%	1.62%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%
所得税税率	1.19%	0.85%	10.00%	11.00%	12.00%	12.00%	12.00%
股利分配比率	4.18%	0.57%	10.54%	5.10%	5.40%	7.01%	5.84%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表 13：资本成本假设

指标	假设值	指标	假设值
无杠杆 Beta	1.1	T	10.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.42%
股票风险溢价	7.20%	有杠杆 Beta	1.13
公司股价	20.03	Ke	10.65%
发行在外股数	585	E/(D+E)	96.92%
股票市值(E)	11709	D/(D+E)	3.08%
债务总额(D)	372	WACC	10.47%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 21.24-27.59 元，对应市值区间为 124-161 亿元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (单位: 元)

		WACC 变化				
23.94		9.5%	10.0%	10.47%	11.0%	11.5%
永续增长率变化	3.5%	35.70	31.64	28.39	25.74	23.52
	3.0%	32.80	29.41	26.64	24.33	22.38
	2.5%	30.48	27.59	25.18	23.14	21.40
	2.0%	28.57	26.06	23.94	22.12	20.55
	1.5%	26.99	24.77	22.88	21.24	19.81
	1.0%	25.64	23.66	21.95	20.46	19.15
	0.5%	24.48	22.70	21.15	19.78	18.57

资料来源: 国信证券经济研究所分析 *绝对估值分析时间 2023-07-23

相对估值: 23.71-26.08 元

公司是中药创新药龙头之一, 2022 年公司中药新药获批数量全国第一。公司秉承“现代中药, 康缘智造”的愿景, 坚持创新驱动, 目前主要产品线聚焦呼吸与感染疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。

表 15: 康缘药业与可比公司

证券代码	002603. SZ	600332. SH	600535. SH	000999. SZ	600557. SH
证券简称	以岭药业	白云山	天士力	华润三九	康缘药业
盈利能力					
ROE 摊薄 (%)	21.60	12.37	-2.07	14.40	9.14
ROA (%)	19.16	6.89	-0.82	11.32	6.81
销售毛利率 (%)	63.77	18.76	64.05	54.02	72.10
销售净利率 (%)	18.81	6.01	-3.97	13.81	10.16
收益质量					
经营活动净收益/利润总额 (%)	98.56	82.80	0.00	90.45	91.47
价值变动净收益/利润总额 (%)	0.41	8.28	0.00	1.59	0.94
现金流量					
经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (%)	27.83	9.89	26.59	16.63	22.89
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%)	110.46	101.67	111.65	97.23	115.52
经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益 (%)	127.26	167.61	260.90	112.16	244.29
偿债能力					
流动比率 (%)	1.50	1.53	4.38	1.38	2.09
速动比率 (%)	1.08	1.24	3.66	1.09	1.90
现金比率 (%)	0.50	0.63	2.01	0.38	0.99
营运能力					
营业周期 (天)	194.39	136.44	224.28	175.06	161.36
存货周转天数 (天)	146.46	66.07	178.49	104.09	100.95
应收账款周转天数 (天)	47.93	70.37	45.79	70.96	60.41
应付账款周转天数 (天)	120.51	70.38	64.44	55.32	101.12
资本结构					
资产负债率 (%)	33.09	54.95	22.89	35.36	27.40
流动资产/总资产 (%)	44.41	76.43	56.17	44.20	54.88
流动负债/负债合计 (%)	89.72	91.15	56.07	90.44	95.67
成长能力					
营业收入 yoy (%)	23.88	2.57	8.06	16.31	19.25
净利润 yoy (%)	75.67	7.17	-114.15	18.98	36.25
未来三年净利润复合增长率	11.62	8.68	92.75	16.95	18.65

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

可比公司: 以岭药业、白云山、天士力、华润三九

以岭药业：公司主要致力于中成药的研发、生产与销售，是国家高新技术企业。公司拥有通过 GMP 认证的胶囊、片剂、颗粒剂、针剂生产线，以及通过欧盟认证的化学药制剂车间。凭借强大的研发力，公司多次承担国家“973”、“863”专项和国家科技攻关及生物医药重大专项等国家及省部级重大项目。疫情之下连花清瘟大放异彩使得公司获市场广泛关注，叠加心脑血管系列产品及其研究获得国家科技进步一等奖，公司知名度大幅提升。

白云山：公司专注于医药健康产业，目前主要从事：(1) 中西成药、化学原料药、天然药物、生物医药、化学原料药中间体的研究开发、制造与销售；(2) 西药、中药和医疗器械的批发、零售和进出口业务；(3) 大健康产品的研发、生产与销售；(4) 医疗服务、健康管理、养生养老等健康产业投资等。经过多年发展，实现了全产业链覆盖；在抗菌消炎、糖尿病、心脑血管、消化系统、清热解毒、男科、儿童用药等领域形成了相对完善的产品布局，在中药、化学原料药、化学药制剂等细分领域市场占有重要地位。2012 年，公司成立王老吉大健康公司，以“王老吉”品牌引领大健康产业，主要产品王老吉凉茶在中国凉茶市场上已占据领先地位。

天士力：公司主营现代中药、化学药等的科研、种植、提取、销售等。公司自行研制成功具有国际先进水平的大型自动化滴丸生产线，主导产品复方丹参滴丸进入韩国、越南等国家和地区，在马来西亚、南非等国家地区建立公司，形成了多层次的营销体系。

华润三九：公司作为大型国有控股医药上市公司，主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务，是中国主板上市公司“价值百强”企业。目前，公司主营核心业务是 OTC 和中药处方药，OTC 核心产品在感冒、胃肠、皮肤、儿科、止咳和骨科用药占据了较高的市场份额；处方药产品在中药配方颗粒、心脑血管、抗肿瘤、抗感染等领域位居国内市场前列。

与同行业参比公司相比，康缘药业的盈利能力、收益质量及现金流量处于中等水平，偿债能力、营运能力及资本结构优秀，成长能力强。基于公司较高的成长能力及其在中药创新药领域的稀缺性，给予公司 2024 年 20-22x 市盈率，对应估值 139-152 亿元，对应股价 23.71-26.08 元。

表 16：可比公司估值表

代码	公司简称	23/07/23 股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE		PEG	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	21A	22E		
600557	康缘药业	20.03	117	0.74	0.96	1.19	1.47	27.0	20.8	16.9	13.6	9.6	0.8	0.8	买入
002603	以岭药业	24.20	404	1.41	1.50	1.72	1.97	17.1	16.1	14.1	12.3	23.6	1.4	1.4	买入
600332	白云山	31.44	511	2.44	2.69	2.95	3.13	12.9	11.7	10.7	10.0	13.0	1.3	1.3	买入
600535	天士力	14.13	212	0.66	0.77	0.88			21.5	18.2	16.0				无评级
000999	华润三九	53.88	532	2.48	2.83	3.30	3.80	21.7	19.0	16.3	14.2	15.2	1.2	1.2	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：以岭药业、白云山、天士力盈利预测为 wind 一致预期

投资建议

中药研发势头持续强劲，首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2023-2025 年营收 52.87/62.39/72.67 亿元，同比增长 21.5%/18.0%/16.5%；2023-2025 年归母净利润 5.62/6.93/8.61 亿元，同比增长 29.4%/23.2%/24.2%，当前股价对应 PE=21/17/14x。综合绝对估值和相对估值，公司合理股价为 22.48-26.84 元，较当前股价上涨空间 11-33%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值风险

我们结合相对估值与绝对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，假设具有一定主观性，因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符，可能导致估值区间和实际结果不符。

盈利预测的风险

包含但不限于：1) 中药创新药研发进展及新品推出不及预期；2) 中药注射剂的政策风险；3) 集采力度超预期。

经营风险

行业竞争加剧的风险：公司是中药创新药龙头企业，在呼吸、心脑血管、骨科、妇科等多领域拥有领先的产品布局。近年来，公司中药新药获批数量名列前茅，在研发体系、科室资源、论文发表方面持续领先。随着国家对中药创新的大力鼓励，大量企业进入中药新药的研发浪潮之中，行业竞争或将加剧。

原材料价格波动风险：中药材价格一直受到宏观经济、行业政策、自然灾害、种植端与需求端市场信息不对称等多种因素影响，容易出现较大幅度的波动，从而对中药企业的生产成本产生影响。

政策风险

药品集中带量采购等政策影响：国家组织的药品带量采购已常态化开展，并鼓励各地研究并探索对未过评品种、中成药、生物制品、耗材、医疗器械等开展集中带量采购工作。可能对公司成品药收入及盈利能力造成一定影响。

其它风险

创新研发风险：药品研发周期长、投入大、失败率高，从新药开发到上市期间受政策法规、市场竞争格局等不确定性因素影响较多，随着公司研发投入不断加大，将面临一定的新产品开发失败的风险。

中药注射剂政策风险：公司在心脑血管、呼吸等领域拥有多款中药注射液产品，其中，热毒宁注射液用于外感风热所致感冒、咳嗽，2017年医保目录调整限制为限二级及以上医疗机构重症患者，2022年广东中成药集采，热毒宁注射液作为独家产品降价21%中选，随着公司继续落实热毒宁注射液专人专做，有望提升急诊、呼吸等成人科室市场份额；银杏二萜内酯经过三轮国谈议价（2017年从640元/支降价至316元/支纳入医保目录；2019年降价至93.7元/支；2021年医保谈判维持原价），医保降价压力充分释放，其日费用适中（日费用93.7元）、临床使用方便（每次使用1支）、当前市占率较低，有望进一步挖掘潜在市场。尽管公司的中药注射液产品的临床疗效及安全性经过市场广泛验证，仍不能完全排除后续国家对中药注射剂产品的政策导向转为更为谨慎的方向。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	937	1601	1841	2494	3316	营业收入	3649	4351	5287	6239	7267
应收款项	744	738	1219	1256	1457	营业成本	1025	1214	1449	1707	1959
存货净额	338	343	503	545	629	营业税金及附加	61	73	86	103	120
其他流动资产	679	878	1131	1252	1493	销售费用	1583	1868	2247	2639	3052
流动资产合计	2874	3730	4865	5716	7065	管理费用	162	190	231	265	300
固定资产	2533	2508	2451	2378	2300	研发费用	499	606	677	780	894
无形资产及其他	283	231	222	213	203	财务费用	8	(9)	(35)	(42)	(66)
投资性房地产	324	323	323	323	323	投资收益	4	4	4	4	4
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	1	1	2	1	1
资产总计	6018	6796	7864	8634	9896	其他收入	(464)	(565)	(669)	(770)	(901)
短期借款及交易性金融负债	234	0	372	158	133	营业利润	351	455	646	802	1006
应付款项	360	373	469	557	634	营业外净收支	(23)	(9)	(9)	(9)	(9)
其他流动负债	859	1408	1501	1733	2120	利润总额	328	446	636	793	997
流动负债合计	1453	1781	2342	2448	2887	所得税费用	4	4	64	87	120
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	7	11	13	17
其他长期负债	92	81	76	69	62	归属于母公司净利润	321	434	562	693	861
长期负债合计	92	81	76	69	62	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1545	1862	2418	2518	2949	净利润	321	434	562	693	861
少数股东权益	168	180	189	202	218	资产减值准备	(3)	1	(0)	0	0
股东权益	4304	4754	5257	5915	6729	折旧摊销	187	190	259	274	287
负债和股东权益总计	6018	6796	7864	8634	9896	公允价值变动损失	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	8	(9)	(35)	(42)	(66)
每股收益	0.54	0.74	0.96	1.19	1.47	营运资本变动	363	355	(711)	114	(70)
每股红利	0.02	0.00	0.10	0.06	0.08	其它	6	6	10	13	16
每股净资产	7.26	8.13	8.99	10.12	11.51	经营活动现金流	873	987	118	1092	1092
ROIC	7%	9%	11%	12%	15%	资本开支	0	(134)	(191)	(191)	(198)
ROE	7%	9%	11%	12%	13%	其它投资现金流	(172)	6	0	0	0
毛利率	72%	72%	73%	73%	73%	投资活动现金流	(172)	(128)	(191)	(191)	(198)
EBIT Margin	9%	9%	11%	12%	13%	权益性融资	0	69	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	16%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	20%	19%	22%	18%	16%	支付股利、利息	(13)	(2)	(59)	(35)	(47)
净利润增长率	22%	36%	29%	23%	24%	其它融资现金流	(506)	(259)	372	(214)	(25)
资产负债率	28%	30%	33%	31%	32%	融资活动现金流	(533)	(195)	313	(249)	(72)
息率	0.1%	0.0%	0.5%	0.3%	0.4%	现金净变动	169	664	240	652	823
P/E	37.0	27.0	20.8	16.9	13.6	货币资金的期初余额	769	937	1601	1841	2494
P/B	2.8	2.5	2.2	2.0	1.7	货币资金的期末余额	937	1601	1841	2494	3316
EV/EBITDA	26.6	23.0	16.5	14.0	11.9	企业自由现金流	0	808	(105)	860	848
						权益自由现金流	0	550	298	684	881

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032