



## 买入（首次）

所属行业：医药生物/化学制药  
当前价格(元)：21.63

### 证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

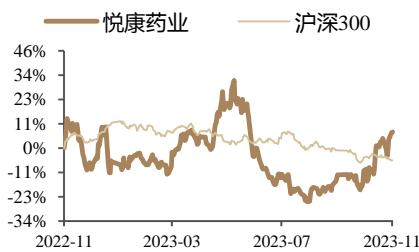
邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

张俊

资格编号：S0120522080001

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

### 市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M      | 2M    | 3M    |
|-----------|---------|-------|-------|
|           | 绝对涨幅(%) | 18.33 | 18.72 |
| 相对涨幅(%)   | 24.41   | 26.58 | 41.68 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 悦康药业 (688658.SH)：短期扰动逐步出清，重磅新药布局即将进入收获期

### 投资要点

- 投资要点：**1) 传统品种集采有望逐步出清，有望重回增长轨道：公司聚焦心血管等慢病及专科治疗领域，产品潜力充足，传统品种集采压力有望逐步出清，银杏叶提取物注射剂需求依旧充足，活心丸、爱地那非等品种放量潜力充足；2) 多款潜在大品种即将进入收获期：公司产品管线丰富，羟基红花黄素 A、复方银杏叶片等多款潜力品种已经完成 III 期临床，上市后有望顺利放量，为公司贡献增量业绩；3) 中长期积极布局前沿领域，未来可期：公司积极布局小核酸、多肽等新领域，有望在中长期竞争中使公司占得先机。
- 传统品种集采逐步出清，有望重回增长轨道：**公司聚焦心血管等慢病及专科治疗领域，产品潜力充足。1) 银杏叶提取物注射剂：作为公司核心产品，集采背景下短期承压，但其收到诸多临床共识与指南的认可，治疗需求预计仍然旺盛；2) 活心丸：作为公司的老牌中药，有望重新焕发新机，2022 年销量同比增长 28%；3) 爱地那非：1.1 类新药，ED 治疗药物，西地那非零售渠道销售额超 50 亿，爱地那非作为新一代 ED 用药有望成为替代西地那非的大品种。
- 多款潜在大品种即将进入收获期：**公司产品管线丰富，即将进入新产品上市放量收货期。1) 羟基红花黄素 A：2023 年 1 月公告完成 III 期临床，用于急性缺血性脑卒中，需求持续提升，有望快速放量；2) 复方银杏叶片：缺血性痴呆 III 期临床已于 2023 年 10 月公告达到临床主要终点，正对缺血性痴呆用药机理明确，临床试验疗效显著；3) 紫花温肺止嗽颗粒：2023 年 11 月公告完成 III 期临床试验，主要用于感染后咳嗽，咳嗽缓解率显著。
- 中长期积极布局前沿领域，未来可期：**公司自 2021 年以来积极布局 mRNA 疫苗和小核酸药物，全面切入核酸赛道，并在 2022 年引进并布局多项多肽药物研发管线。公司积极布局小核酸、多肽等新领域，有望在中长期竞争中使公司占得先机。
- 盈利预测与投资建议：**公司深耕医药领域超 20 年，产品梯队丰富，老品种短期承压初步出清，羟 A、复方银杏叶片等新品种有望上市放量，中长期积极布局小核酸等领域，我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 39.5/42.3/51.8 亿元，归母净利润分别为 2.2/3.0/4.6 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场及政策风险；研发创新风险；行业竞争加剧。

| 股票数据          |             | 主要财务数据及预测   |       |        |        |       |
|---------------|-------------|-------------|-------|--------|--------|-------|
| 总股本(百万股):     | 450.00      | 2021A       | 2022A | 2023E  | 2024E  | 2025E |
| 流通 A 股(百万股):  | 204.60      | 营业收入(百万元)   | 4,966 | 4,542  | 3,948  | 4,225 |
| 52 周内股价区间(元): | 15.58-27.47 | (+/-)YOY(%) | 14.4% | -8.5%  | -13.1% | 7.0%  |
| 总市值(百万元):     | 9,733.50    | 净利润(百万元)    | 545   | 335    | 218    | 302   |
| 总资产(百万元):     | 5,713.35    | (+/-)YOY(%) | 23.3% | -38.6% | -35.0% | 38.7% |
| 每股净资产(元):     | 7.99        | 全面摊薄 EPS(元) | 1.21  | 0.74   | 0.48   | 0.67  |
| 资料来源: 公司公告    |             | 毛利率(%)      | 69.2% | 64.6%  | 63.1%  | 63.5% |
|               |             | 净资产收益率(%)   | 13.9% | 8.4%   | 5.2%   | 6.7%  |
|               |             |             |       |        |        | 9.3%  |

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 悅康药业：营造全球喜悦，关爱人类健康 .....                | 6  |
| 2. 深耕心血管领域，产品梯队强劲，有望孕育多款重磅大品种 .....        | 10 |
| 2.1. 心血管疾病为世界第一大病种，公司深耕下产品梯队丰富 .....       | 10 |
| 2.2. 银杏叶提取物注射液：需求大、格局好，短期承压后依旧为业绩贡献主力品种 .. | 11 |
| 2.3. 活心丸：老牌中药焕发新机 .....                    | 12 |
| 2.4. 羟基红花黄色素 A：脑卒中治疗需求明确，潜在大品种叙事代发 .....   | 13 |
| 2.5. 复方银杏叶片：缺血性痴呆临床试验顺利完成 .....            | 14 |
| 3. 传统药物逐步出清，新品种布局持续深入 .....                | 15 |
| 3.1. 传统品种集采影响预计将陆续出清 .....                 | 15 |
| 3.2. 爱地那非：1类 ED 新药，有望成为替代西地那非的大品种 .....    | 15 |
| 3.3. 深度布局小核酸、多肽等新领域 .....                  | 16 |
| 4. 盈利预测 .....                              | 17 |
| 5. 风险提示 .....                              | 19 |

## 图表目录

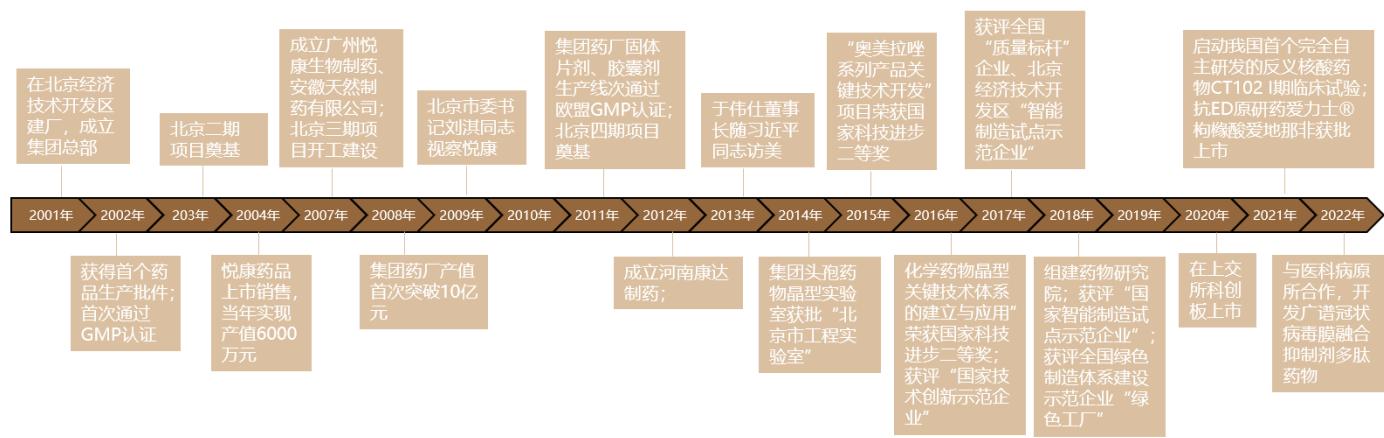
|  |    |
|--|----|
| 图 1: 公司发展史 .....                               | 6  |
| 图 2: 公司股权结构（截至 2023Q3） .....                   | 6  |
| 图 3: 公司整体架构 .....                              | 7  |
| 图 4: 公司核心管理层 .....                             | 7  |
| 图 5: 2017-2023Q1-3 公司营业收入（亿元） .....            | 8  |
| 图 6: 2017-2023Q1-3 公司归母净利润（亿元） .....           | 8  |
| 图 7: 2017-2023Q1-3 公司毛利率及净利率情况 .....           | 8  |
| 图 8: 2017-2023Q1-3 公司费用率情况 .....               | 8  |
| 图 9: 2017-2023Q1-3 公司研发费用情况 .....              | 8  |
| 图 10: 2017-2023H1 公司研发人员情况 .....               | 8  |
| 图 11: 2002-2021 年中国心血管疾病患病人数 .....             | 10 |
| 图 12: 2013-2019 年我国城市公立医院心血管系统用药销售情况（亿元） ..... | 10 |
| 图 13: 银杏叶提取物注射剂 .....                          | 11 |
| 图 14: 银杏叶提取物注射液临床应用中国专家共识（2019） .....          | 11 |
| 图 15: 银杏叶提取物注射液销售额情况 .....                     | 12 |
| 图 16: 银杏叶提取物注射液销量情况 .....                      | 12 |
| 图 17: 悅康®活心丸（浓缩丸） .....                        | 12 |
| 图 18: 活心丸销量情况 .....                            | 12 |
| 图 19: 脑卒中患病人数（万人） .....                        | 13 |
| 图 20: 脑卒中死亡率（人/10 万人） .....                    | 13 |
| 图 21: 羟基红花黄色素 A 化合物分子式 .....                   | 13 |
| 图 22: 红花治疗缺血性脑卒中的机制 .....                      | 13 |
| 图 23: 我国老年痴呆人群数量 .....                         | 14 |
| 图 24: 痴呆人群占比 .....                             | 14 |
| 图 25: 国内西地那非、他达拉非实体药店销售额（百万元） .....            | 15 |
| 图 26: 2022 年西地那非市场格局 .....                     | 15 |
| <br>表 1: 公司主要产品情况 .....                        | 7  |
| 表 2: 公司在研项目情况 .....                            | 9  |
| 表 3: 公司心脑血管领域产品布局 .....                        | 10 |
| 表 4: 银杏叶注射剂相关指南及杂质 .....                       | 11 |

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 表 5: 公司部分传统品种情况.....      | 15 |
| 表 6: 公司核心技术平台 .....       | 16 |
| 表 7: 公司收入预测拆分 (百万元) ..... | 17 |
| 表 8: 可比公司估值分析 .....       | 18 |

## 1. 悅康药业：营造全球喜悦，关爱人类健康

悦康药业是一家集新药研发、药品生产、流通销售及国际贸易于一体的医药集团企业。聚焦心脑血管、抗肿瘤、传染病等核心适应症，聚焦核酸、多肽、小分子化药和特色中药制剂等技术路线。公司成立于2001年，2020年12月在上交所科创板上市。公司依托持续的技术创新，围绕产品、产能、产业链全面发展，2015、2016连续两年荣获国家科技进步二等奖；2021年3月，悦康药业联合解放军总医院正式开展核酸抗癌药物CT102临床试验，全面切入核酸药物新赛道；2022年1月，与中国医学科学院病原生物学研究所合作开发多肽药物YKYY017，2023年7月，完成国内首家自主知识产权LNP阳离子脂质辅料(YK-009)的备案登记，是国内外少数可规模化生产自主知识产权阳离子脂质辅料的药企。

图1：公司发展史



资料来源：公司官网，德邦研究所

**公司股权集中，架构稳定。**公司实控人为于伟仕、马桂英、于飞、于鹏飞，其中于伟仕为公司董事长，持有控股公司阜阳京悦90%股份，控股公司阜阳京悦持有悦康药业40.05%股权，马桂英（董事长配偶）持有阜阳京悦10%股权。实控人及核心业务骨干经验充足，构成公司核心管理层。

图2：公司股权结构（截至2023Q3）



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 3：公司整体架构



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 4：公司核心管理层

| 职位             | 核心人员 | 背景  |
|----------------|------|---|
| 董事长            | 于伟仕  | 1945年人，中国医药保健品进出口商会副会长，中国医药企业管理协会副会长，北京医药行业协会资深副会长，中国医药卫生文化协会常务理事，中国老年学和老年医学学会常务理事，2001年至今担任公司董事长 |
| 总经理            | 于飞   | 1988年人，董事长之孙，曾就职于辉瑞制药有限公司，2012年起历任悦康药业董事长助理、营销中心负责人等职务，2019年5月起任悦康药业集团股份有限公司董事，总经理                |
| 研究院院长<br>副总经理  | 宋更申  | 1978年人，药理学博士，曾任职河北省药品检验所，2016年5月加入公司，任北京悦康科创医药科技股份有限公司总经理；2019年5月至今任悦康药业集团股份有限公司副总经理              |
| CRO负责人<br>副总经理 | 王霞   | 1988年人，硕士学历，中国药理学会临床试验专委会委员，2017年加入公司，任北京科创鼎诚医药科技有限公司临床总监   |
| 生产负责人<br>副总经理  | 张将   | 1978年人，本科学历，2003年加入公司，历任化验室主管、质量部经理、厂长等职务，2019年5月起任公司董事，副总经理                                      |

资料来源：公司公告，德邦研究所

**公司产品品类丰富，底蕴充足，聚焦心血管等慢病及专科治疗领域。**公司主营业务涵盖药品研发、制造、流通销售全产业链条，产品适应症领域广阔，包括心脑血管、糖尿病、消化系统、抗肿瘤、抗病毒、生殖健康等多个治疗领域，聚焦慢病以及专科治疗领域；产品类型丰富，涵盖化药、中药两大类型；产品剂型丰富，涵盖注射剂、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种高端剂型；制造生产能力极强，连续多年入选工信部医药工业百强和中国医药研发产品线最佳工业企业。

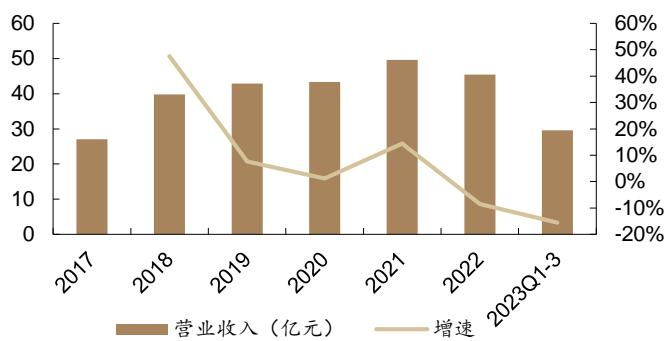
表 1：公司主要产品情况

| 细分行业 | 主要治疗领域 | 药品名称      | 注册分类 | 适应症或功能主治  | 是否处方药 | 是否纳入国家基药目录 | 是否纳入国家医保目录 | 是否纳入省级医保目录 |
|------|--------|-----------|------|---|-------|------------|------------|------------|
| 化学制剂 | 心脑血管   | 银杏叶提取物注射液 | 化学药品 | 主要用于脑部、周围血流循环障碍   | 是     | 否          | 是          | 是          |
|      | 抗感染    | 注射用头孢呋辛钠  | 化学药品 | 适用于对本品敏感的致病菌引起的呼吸道感染、耳鼻喉感染、泌尿系统感染、败血症、脑膜炎、骨和关节感染、皮肤软组织感染      | 是     | 是          | 是          | 是          |
|      | 消化系统   | 奥美拉唑肠溶胶囊  | 化学药品 | 适用于胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡、反流性食管炎和卓-艾综合征（胃泌素瘤）                       | 是     | 是          | 是          | 是          |
|      | 糖尿病    | 盐酸二甲双胍缓释片 | 化学药品 | 本品作为单独治疗，建议联合饮食和运动疗法，达到控制2型糖尿病血糖作用；本品可以与磺脲类药物或胰岛素联合使用，以控制成人血糖 | 是     | 是          | 是          | 是          |
| 中药制剂 | 心脏     | 活心丸（浓缩丸）  | 中药   | 益气活血，温经通脉。主治胸痹、心痛，适用于冠心病、心绞痛。                                 | 是     | 是          | 是          | 是          |

资料来源：公司 2022 年年报，德邦研究所

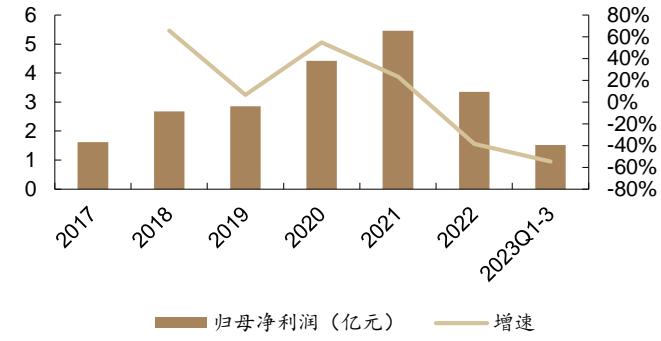
**业绩上，2017-21 年增长稳健，22 年来受集采影响承压。**2022 年公司实现营业收入 45.42 亿元，同比降低 8.54%，归母净利润 3.35 亿元，同比降低 38.57%，扣非净利润 2.69 亿元，同比降低 47.21%。2023Q1-3 公司实现营收 29.58 亿元，同比降低 15.54%，归母净利润 1.52 亿元，同比降低 54.61%，扣非净利润 1.38 亿元，同比降低 54.49%，短期下滑主要系当前市场环境下部分产品价格下调所致。

图 5: 2017-2023Q1-3 公司营业收入 (亿元)



资料来源：公司公告，德邦研究所

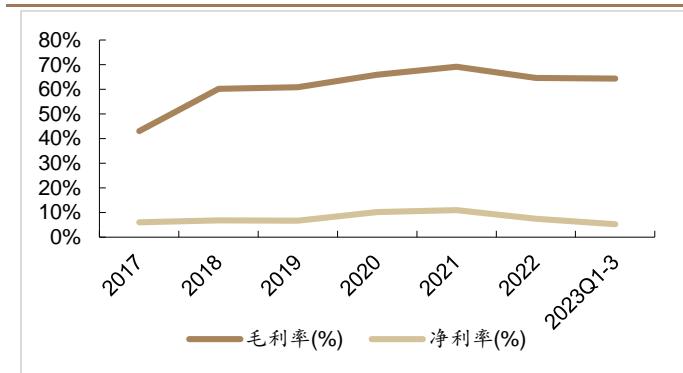
图 6: 2017-2023Q1-3 公司归母净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，德邦研究所

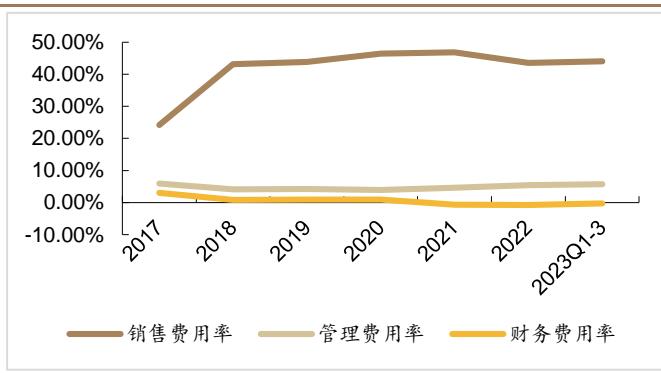
利润率及费用率近年来保持稳健。毛利率及净利率整体保持稳定。2022年毛利率为 64.65%，净利率为 7.46%，2023Q3 毛利率为 64.33%，净利率为 5.23%。2022 年销售费用率为 43.55%，管理费用率为 5.40%，财务费用率为 -0.72%，2023Q1-3 年销售费用率为 44.02%，管理费用率为 5.69%，财务费用率为 -0.31%。

图 7: 2017-2023Q1-3 公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 8: 2017-2023Q1-3 公司费用率情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司积极布局研发管线，持续加大研发投入。2022年研发费用为 3.444 亿元，研发费用率为 7.58%，2023Q1-3 研发费用为 2.317 亿元，研发费用率为 7.83%。2022 年研发人员 537 人，占比 16.84%，2023H1 研发人员数量 517 人，占比 15.16%。

图 9: 2017-2023Q1-3 公司研发费用情况

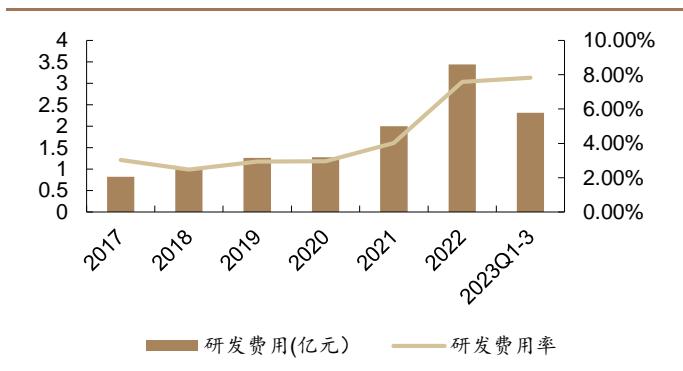
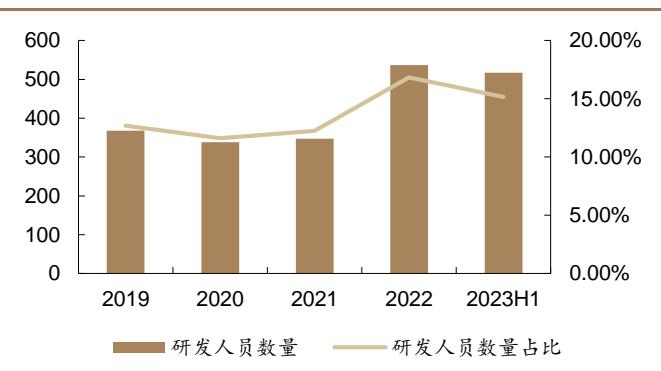


图 10: 2017-2023H1 公司研发人员情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

资料来源：公司公告，德邦研究所

**表 2：公司在研项目情况**

| 项目名称              | 进展或阶段性成果            | 技术水平   | 具体应用前景        |
|-------------------|---------------------|--|---------------|
| YKYY009           | Pre-IND             | 以新冠病毒 omicron 突变株刺突蛋白（S 蛋白）为抗原，设计优化并确定出 mRNA 疫苗序列，采用悦康药业自有知识产权的化合物 YK-009 为阳离子脂质，与 mRNA 组装成脂质纳米颗粒，YK-009 与市售阳离子脂质相比低毒高效。   | 预防新型冠状病毒感染    |
| YKYY010           | 临床前 GMP 样品制备        | 针对狂犬病毒 G 蛋白设计确定 mRNA 核酸疫苗。小鼠免疫血清中和抗体滴度效价是 WHO 公认的有效保护性抗体阈值 (0.5IU/ml) 的 600 倍以上，优于市售人用狂犬疫苗。  | 预防狂犬病毒感染      |
| CT102             | 临床试验 IIa 期          | 以人胰岛素样生长因子 1 型受体 (IGF1R) 基因为靶标，可从“源头”（基因水平）直接调控目标基因或蛋白的表达，从而发挥药理作用，实现治疗疾病的目的。  | 治疗原发性肝细胞癌     |
| YKYY015           | 临床前 GMP 样品制备        | 以前蛋白转化酶枯草溶菌素 9 (PCSK9) 基因为靶标，可从“源头”（基因水平）直接调控目标基因或蛋白的表达，从而发挥药理作用，实现治疗疾病的目的。使用自主研发的 GalNAc 递送系统和新型 siRNA 点位修饰技术，提升药理活性，延长药物作用周期，极大提高患者依从性。  | 治疗高胆固醇血症      |
| YKYY017           | 临床 I 期              | 针对新冠病毒膜融合蛋白设计的多肽药物，为抗病毒膜融合抑制剂。该药物结构稳定，富含 $\alpha$ -螺旋结构，IC50 低于 1nM 水平；对各种新冠突变株有效，包括 Alpha, Beta, Gamma, Delta 和 Omicron 等；具有广谱抗冠状病毒活性，包括蝙蝠和穿山甲冠状病毒、SARS-CoV、MERS-CoV 以及普通 HCoV (229E, OC43 和 NL63) 均具有抑制作用。 | 预防和治疗新型冠状病毒感染 |
| 硫酸氢乌莫司他胶囊及原料药     | 临床试验 II 期           | 为 uPA 抑制剂 WX-UK1 的前药，大大提高胃肠道吸收，生物利用度大幅提升，对 uPA 抑制大大增强。   | 治疗胰腺癌         |
| 注射用羟基红花黄色素 A 及原料药 | 完成 III 期临床试验，准备 NDA | 该新药对红花中抗脑梗塞的有效单体成分进行提取分离和药理筛选，从中筛选出抗脑梗塞的有效单体羟基红花黄色素 A 且提取纯度为 97% 以上，同时采用冻干粉针制剂，解决了羟基红花黄色素 A 热不稳定性问题。   | 治疗急性缺血性脑卒中    |
| 复方银杏叶片            | 完成 III 期临床试验        | 本品处方来源于经验方，已经过长期从事脑血管病研究的临床专家审核，同时在前期药学、药效学、毒理学等基础工作中，初步证实其治疗血管性痴呆的可控性、安全性与有效性。  | 血管性痴呆         |
| 紫花温肺止嗽颗粒          | 临床试验 III 期          | 目前上市的止咳中成药寒凉性药物多，温热性药物少，存在诸多不足，而紫花温肺止嗽颗粒针对本病中医辨证以寒饮伏肺证病理特征而设，以温肺散寒、化痰止咳的中药组成本方，经过多年临床验证，疗效确切。  | 感冒后咳嗽         |
| 培土清心颗粒            | 临床试验 II 期           | 本方是临床经验方，已在临床使用 20 多年，对青少年儿童 AD 患者有良好的疗效。本品的开发将有助于应对当前日益增高的 AD 患病率，满足医患双方对安全、有效、简便的儿童治疗用药的需求。  | 儿童特应性皮炎       |
| 和肤止痒凝胶            | 临床前                 | 本项目源于临床疗效的中药验方，引进现代技术手段加以开发，为广大银屑病患者提供疗效确切、成分明晰、质控指标稳定的现代创新中药。   | 银屑病           |

资料来源：公司 2023 年半年报，德邦研究所

注：截止 2023 年 6 月 30 日

## 2. 深耕心血管领域，产品梯队强劲，有望孕育多款重磅大品种

### 2.1. 心血管疾病为世界第一大病种，公司深耕下产品梯队丰富

心脑血管疾病是世界第一大病种，我国心血管疾病发病率高，人口老龄化下患病人群逐年增长，心血管疾病治疗药物已成为第一大类。根据第七次全国人口普查情况，中国大陆 60 岁以上人口占比已达 18.70%。在人口老龄化、居民生活方式变革等多重因素的作用下，我国心血管疾病呈现发病率高且发病率逐年提升、死亡负担重的特点。根据中国心血管杂志发布的《中国心血管健康与疾病报告 2022》，中国心血管病患病率处于持续上升阶段，2020 年，中国医院心脑血管病患者出院总人次为 2429 万人次，占同期出院总人次（包括所有住院病种）的 14.7%，心脑血管病住院总费用为 2709 亿元。

图 11：2002-2021 年中国心血管疾病患病人数

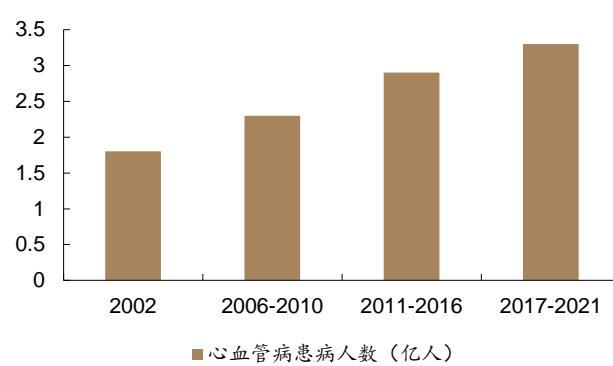
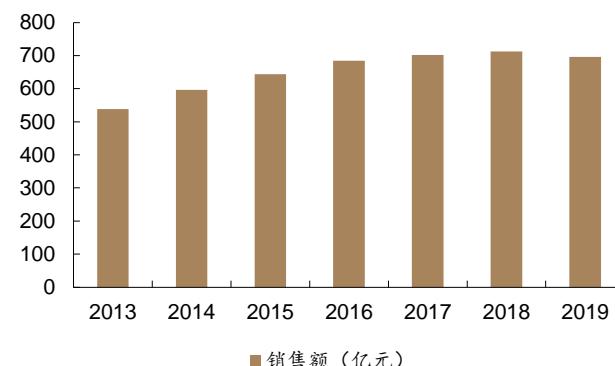


图 12：2013-2019 年我国城市公立医院心血管系统用药销售情况（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

注：2006-2010、2011-2016、2017-2021 展示平均患病人数

资料来源：公司招股书，南方医药经济研究所，德邦研究所

公司心血管领域产品布局丰富。公司围绕心脑血管疾病布局了一系列产品矩阵，其中银杏叶提取物注射液为公司核心产品，营收占比较高；天麻素注射液主要用于神经衰弱、神经衰弱综合症及血管神经性头痛等症，已进入国家医保目录乙类；在研品种中，注射用羟基红花黄色素 A 与复方银杏叶片已经完成 III 期临床。

表 3：公司心脑血管领域产品布局

| 药品名称         | 产品进展                    | 适应症                          |
|--------------|-------------------------|------------------------------|
| 银杏叶提取物注射液    | 获批上市                    | 主要用于脑部、周边和冠状血流循环障碍           |
| 活心丸          | 获批上市                    | 益气活血，温经通脉。主治胸痹、心痛，适用于冠心病、心绞痛 |
| 天麻素注射液       | 获批上市                    | 神经衰弱综合症、血管神经性头痛等症            |
| 注射用羟基红花黄色素 A | 2023 年 1 月公告完成 III 期临床  | 急性缺血性脑卒中                     |
| 复方银杏叶片       | 2023 年 10 月公告完成 III 期临床 | 轻、中度血管性痴呆（瘀阻脑络证）             |

资料来源：公司招股书，公司产品进展披露公告，德邦研究所

## 2.2. 银杏叶提取物注射液：需求大、格局好，短期承压后依旧为业绩贡献主力品种

银杏叶提取物注射液作为公司核心产品之一，治疗需求大。银杏叶提取物注射液主要用于脑部、周围血流循环障碍，包括急慢性脑功能不全及其后遗症、耳/眼部血流及神经障碍、周围循环障碍疾病。该产品已进入国家医保目录乙类，并于2014年获得“国家重点新产品”的称号，于2019年获得“中国化学制药行业神经、精神系统类优秀产品品牌”。2019年11月，由《中华老年医学杂志》发表的《银杏叶提取物注射液临床应用中国专家共识（2019）》，推荐银杏叶提取物注射液用于缺血性卒中、痴呆、耳聋、耳鸣、眩晕、冠心病、视网膜病变及动脉硬化闭塞症中的治疗。

图 13：银杏叶提取物注射剂



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 14：银杏叶提取物注射液临床应用中国专家共识（2019）

中华老年医学杂志 2019 年 11 月第 38 卷第 11 期 Chin J Geriatr November 2019, Vol. 38, No. 11

· 诊疗方案 ·

### 银杏叶提取物注射液临床应用中国专家共识(2019)

北京脑血管病防治协会 银杏叶提取物注射液临床应用专家共识写作组  
通信作者：张倩，Email:gongchangqian@126.com；赵性泉，Email:zxq@vip.163.com

**【摘要】** 银杏叶提取物注射液临床应用广泛，先后被用于脑血管、心血管及周围循环障碍等疾病的临床治疗，受到多个指南及专家共识的推荐。本共识围绕临床应用中关键问题进行编写，将循证医学的文献证据与多学科的专家临床经验有机结合起来，对银杏叶提取物注射液在缺血性卒中、痴呆、冠心病、突发性耳聋、耳鸣、眩晕、视网膜病变、动脉硬化闭塞症及糖尿病周围神经病变中的应用提出建议，为临床医师用药提供指导。

**【关键词】** 银杏；卒中；痴呆  
DOI:10.3760/cma.j.issn.0254-9026.2019.11.002

Hearing Loss<sup>[1]</sup>、前庭疾病国际分类向下眩晕疾病的临床治疗思维及治疗原则<sup>[2]</sup>、良性阵发性位置性眩晕诊断和治疗指南(2017)<sup>[3]</sup>、眩晕急诊诊断与治疗专家共识<sup>[4]</sup>、《突发性耳聋诊断和治疗指南》<sup>[5]</sup>、《临床路径释义耳鼻咽喉分册》<sup>[6]</sup>、《国家药物处方集》等多个专家指南及共识的推荐，具有较好的疗效。

为了使临床医师能够更充分地了解和安全使用银杏叶提取物注射液，北京脑血管病防治协会组织多学科相关专家起草编撰《银杏叶提取物注射液

资料来源：《银杏叶提取物注射液临床应用中国专家共识（2019）》，德邦研究所

表 4：银杏叶注射剂相关指南及杂质

| 名称  | 时间   | 杂志  | 撰写牵头单位  | 主要内容   |
|---|------|---|---|--|
| 银杏叶提取物注射液临床应用<br>中国专家共识（2019）                       | 2019 | 中华老年医学杂志                                  | 北京脑血管病防治协会  | 从银杏叶提取物注射液的进口原料产地、质量层次、成分机制、安全性试验、基础临床研究等方面全方位系统梳理银杏叶提取物注射液，并推荐银杏叶提取物注射液用于缺血性卒中、痴呆、耳聋、耳鸣、眩晕、冠心病、视网膜病变及动脉硬化闭塞症中的治疗。 |
| 2018 中国痴呆与认知障碍诊治指南（五）：轻度认知障碍的诊断与治疗                  | 2018 | 中华医学杂志                                    | 中国痴呆与认知障碍诊治指南写作组                                    | 防治轻度认知障碍的大规模随机、双盲、安慰剂对照研究证实，对延缓正常老人记忆力下降具有作用。  |
| 中国国家处方集·神经和精神<br>疾病用药                               | 2010 | 《中国国家处方集》                                 | 《中国国家处方集》编委会  | 收录银杏叶提取物注射液用于治疗脑梗死，并对银杏叶提取物注射液的适应症、用法用量等进行介绍。  |
| 临床路径释义·耳鼻咽喉科分册                                      | 2018 | 《临床路径释义·耳鼻咽喉科<br>分册》                      | 《临床路径释义》丛书指导委员会                                     | 银杏叶提取物可作为抗氧化剂、内耳微循环改善药物用于突聋的基本治疗和急性发作期、急性后期治疗，以及低频、中频、高频听力下降者的分型治疗。  |
| Clinical Practice Guideline:<br>Sudden Hearing Loss | 2018 | Otolaryngology - Head and<br>Neck Surgery | American Academy of<br>Otolaryngology—Head and Neck | 银杏叶提取物含有黄酮和萜类内酯，可防止缺血相关代谢紊乱时自由基的产生，抵消血管收缩；其抗氧化、抗水肿以及血小板活化因子（PAF）拮抗功效对突发性耳聋、听力减退治疗有关键作用。                            |
| 突发性聋诊断和治疗指南<br>(2015)                               | 2015 | 中华耳鼻咽喉头颈外科杂志                              | 中华耳鼻咽喉头颈外科杂志编辑委员会，中华医学会耳鼻咽喉头颈外科学分会                  | 可改善血液循环、抗氧化，对突聋急性期内耳血管性病变、耳聋后神经继发性损伤、听力损伤等有明确效果。推荐用于突聋的基本治疗和急性发作期、急性后期治疗，以及  |

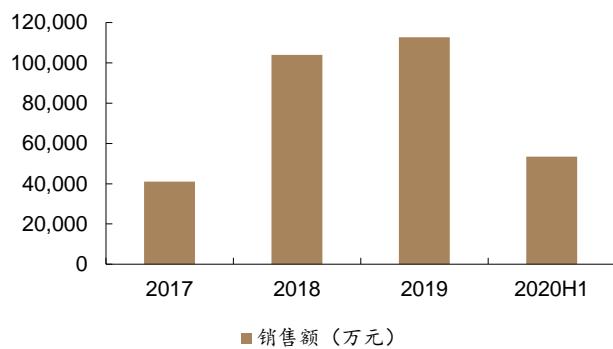
表 4：银杏叶注射剂相关指南及杂质

| 名称                       | 时间   | 杂志                              | 撰写牵头单位                              | 主要内容  |
|--------------------------|------|---------------------------------|-------------------------------------|---|
| 良性阵发性位置性眩晕诊断和治疗指南 (2017) | 2017 | 中国中西医结合学会眩晕病专业委员会第二次学术大会暨眩晕高峰论坛 | 中华耳鼻咽喉头颈外科杂志编辑委员会, 中华医学会耳鼻咽喉头颈外科学分会 | 低频、中频、高频听力下降者的分型治疗。<br>银杏叶提取物可改善内耳微循环, 对复位后有头晕、平衡障碍等症状。 |

资料来源：公司招股书，德邦研究所

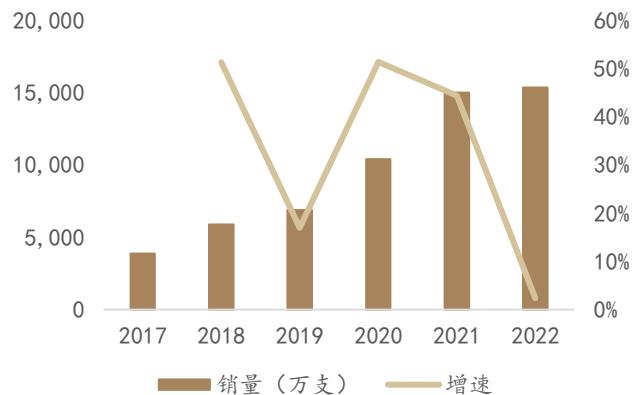
银杏叶提取物注射剂作为公司核心产品，销售稳步提升，集采下承压，中短期仍为主力产品。公司银杏叶提取物注射液 2020H1 实现销售 5.3 亿，占公司主营业务收入的 33%，2020-2021 持续放量，销量分别增长 51%、44%，2022 年来在集采背景下销量增速放缓，有所承压，我们认为中短期来看该品种依旧是贡献公司业绩的主要品种之一。

图 15：银杏叶提取物注射液销售额情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 16：银杏叶提取物注射液销量情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

### 2.3. 活心丸：老牌中药焕发新机

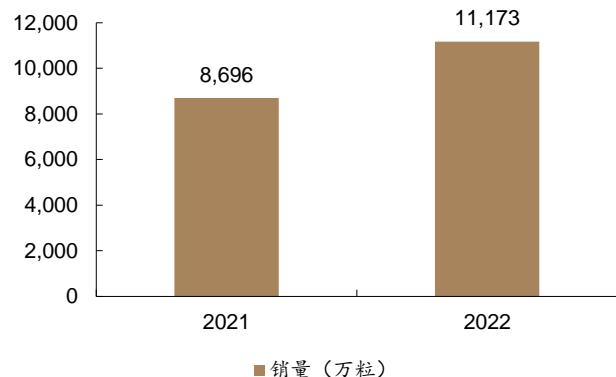
老牌中药活心丸有望焕发新机。悦康®活心丸（浓缩丸）是国家医保甲类，国家基药品种。适用于冠心病、心绞痛。公司创造性地开展了该品种的上市后研究与再评价工作，目前已完成多项总计超千例的现代循证医学研究，为其疗效与安全性进一步提供了扎实有效的数据。活心丸作为老牌中药，在公司的研发与销售下有望焕发新机，2022 年该品种销量达 1.12 亿粒，同比增长 28%。

图 17：悦康®活心丸（浓缩丸）



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 18：活心丸销量情况（万粒）



资料来源：公司公告，德邦研究所

## 2.4. 羟基红花黄色素 A：脑卒中治疗需求明确，潜在大品种叙事代发

脑卒中危害极大，呈高发病率、高死亡率、高致残率的特点。脑卒中，俗称脑中风，为急性脑血管疾病，具有发病率高、死亡率高和致残率高的特点，每年发病人数约 1300 万人。如救护不及时，脑卒中可造成无法逆转的损伤，严重者甚至可引起死亡。

图 19：脑卒中患病人数（万人）

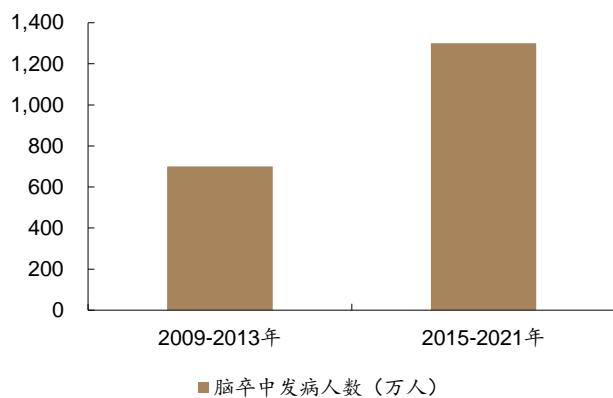
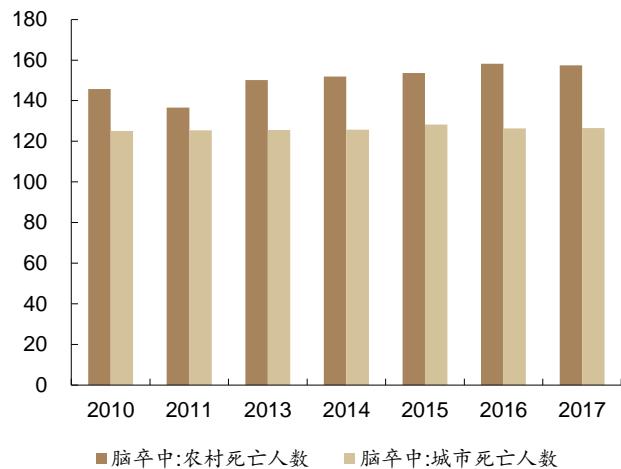


图 20：脑卒中死亡率（人/10 万人）



资料来源：wind，德邦研究所

注：途中发病率率为历年整体平均发病人数

资料来源：wind，德邦研究所

**羟基红花黄色素 A** 为公司中药 1 类新药。临床拟用于急性缺血性脑卒中。羟基红花黄色素 A 系从中药红花中提取的单体化合物，是红花中抗脑梗塞的有效成分。羟基红花黄色素 A 具有查尔酮苷类结构，是红花药理功效的最有效水溶性成分，其主要通过清除自由基，抑制神经肽、稳定细胞膜、降低血管黏滞性、改善微循环、增加脑血流量、增加脑细胞对缺血缺氧耐受性等方面起治疗作用。该产品可抑制血小板激活因子诱发的血小板聚集与释放，可竞争性地抑制血小板激活因子与血小板受体的结合。

图 21：羟基红花黄色素 A 化合物分子式

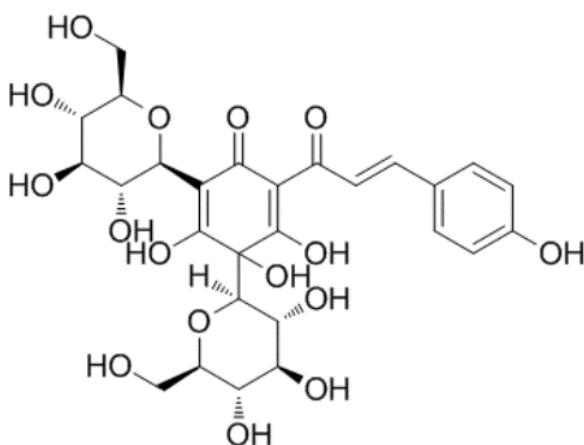


图 22：红花治疗缺血性脑卒中的机制

| 作用             | 药理机制   |
|----------------|--|
| 减轻炎症反应         | 能够调控核转录因子(nuclear factor, NF)-κB、丝裂原活化蛋白激酶、信号转导和转录激活因子3信号通路以及NF-κB/核苷酸结合寡聚化结构域样受体蛋白3通路，抑制环氧合酶-2/前列腺素D2/D前列腺素受体通路 |
| 氧化应激和内质网应激     | 抑制氧化和硝化作用、调节自由基、调控一氧化氮/诱导型一氧化氮合酶信号分子等途径  |
| 抑制神经细胞凋亡和血小板聚集 | 介导Janus激酶2/STAT3/细胞因子信号蛋白3抑制因子和磷酸肌苷3-激酶/蛋白激酶B/糖原合成酶激酶-3β信号通路的活化、调控基质金属蛋白酶抑制剂/基质金属蛋白酶信号分子的释放                      |

资料来源：化源网，德邦研究所

资料来源：《羟基红花黄色素 A 对缺血性脑卒中神经保护作用及机制的研究进展》陈俊仁、谢晓芳等、德邦研究所

**III期临床试验顺利完成，有效性、安全性明确。**公司羟A中单体活性成分含量高达97%，临床前研究表明羟A可显著改善大鼠脑缺血再灌注后脑坏死区面积、降低脑组织损伤、改善其行为学缺陷，增加狗颈内动脉血流量，还能起到预防血栓、降低血液粘稠度的作用，且羟A对大鼠的纤维蛋白原含量和纤溶酶活性均无明显影响。2023年1月公告明确III期临床研究已达到主要终点，其在主要疗效指标（用药90天后mRS评分≤1分的受试者比例）展示出优效性，安全性特征良好，未报告新的安全性警示。

## 2.5. 复方银杏叶片：缺血性痴呆临床试验顺利完成

血管性痴呆在60岁以上的痴呆患者中占比超25%，治疗需求尚未得到满足。国内痴呆人群预计2030年将达到1646万人，在大于60岁的痴呆患者人群中，血管性痴呆占到痴呆人群的26.7%，缺血性痴呆主要发生在脑血管疾病基础上，以记忆、认知功能缺损或伴有视空间技能和情感人格障碍的疾病。

图 23：我国老年痴呆人群数量

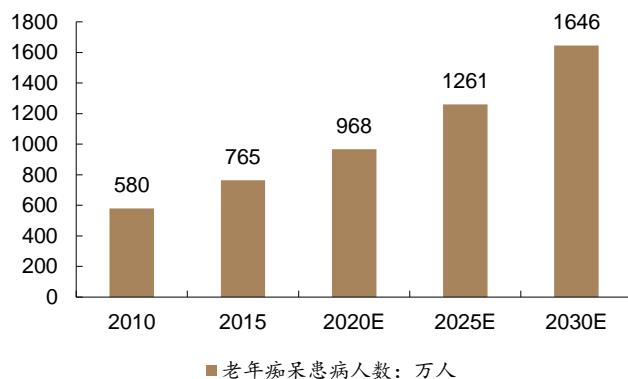
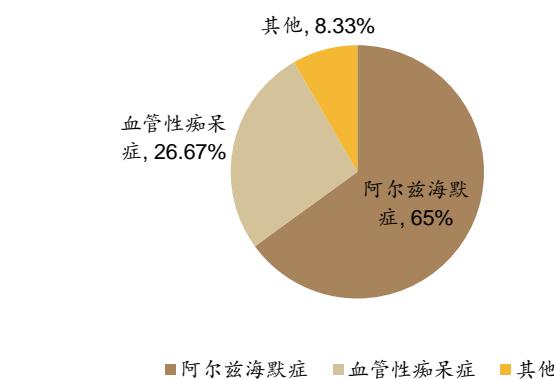


图 24：大于 60 岁的痴呆人群分类占比



资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

资料来源：中国疾病预防控制中心，德邦研究所

复方银杏叶片处方来源于经验方，由银杏叶提取物、地龙、淫羊藿、川芎、远志五味中药组成，诸药相辅相成，共奏活血化瘀、祛痰通络、健脑益智之效，主治血管性痴呆（瘀阻脑络证）。III期临床试验达到主要终点，本研究的数据监查委员会主席为赵继宗院士和蒋建东院士，主要研究者为中日友好医院神经内科彭丹涛教授。该研究在全国32家中心共入组588例患者。本试验的主要终点是ADAS-Cog评分与基线评分比较差值的组间差异。临床结果显示，复银片在主要疗效指标（阿尔茨海默病评定量表-认知部分（ADAS-Cog）评分与基线评分比较差值的组间差异）展示出优效性，安全性特征良好，未报告新的安全性警示。

### 3. 传统药物逐步出清，新品种布局持续深入

#### 3.1. 传统品种集采影响预计正在陆续出清

公司诸多仿制药品种已陆续被集采，影响正逐步出清。公司传统品种已被陆续集采，如奥美拉唑肠溶胶囊被纳入第三批集采；头孢呋辛钠被纳入第五批集采，目前均已执行，消化、糖尿病、抗感染产品的毛利贡献占比已经从 21 年的 20%下降至 22 年 9%，我们预计集采品种在集采执行后的短期影响陆续出清。

表 5：公司部分传统品种情况

| 治疗领域 | 产品                | 2019 年收入占比 | 2020H1 收入占比 | 2022 销量<br>(万支、片) | 2022 销量<br>增速 | 集采情况  |
|------|-------------------|------------|-------------|-------------------|---------------|-------|
| 消化系统 | 奥美拉唑肠溶胶囊          | 5.94%      | 7.18%       | 218,873           | -20.05%       | 第三批集采 |
|      | 注射用兰索拉唑           | 4.52%      | 2.79%       | -                 | -             | 第五批集采 |
|      | 注射用奥美拉唑钠          | 3.63%      | 2.81%       | -                 | -             | 第七批集采 |
| 糖尿病  | 盐酸二甲双胍缓释片         | 3.49%      | 5.37%       | 173,518           | -4.02         | 第三批集采 |
|      | 注射用头孢呋辛钠          | 4.03%      | 2.73%       | 14,682            | 17.09         | 第五批集采 |
|      | 代理产品注射用头孢呋辛钠（明可欣） | 23.30%     | 20.56%      | 846               | -71.39        | 第五批集采 |
| 抗感染  | 注射用头孢曲松钠          | 2.90%      | 1.94%       | -                 | -             | 第五批集采 |
|      | 注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠      | 2.16%      | 1.33%       | -                 | -             | 第八批集采 |
|      | 注射用头孢噻肟钠          | 1.64%      | 1.11%       | -                 | -             | 第八批集采 |
|      | 注射用炎琥宁            | 1.59%      | 1.20%       | -                 | -             | 第六批集采 |
|      | 注射用头孢他啶           | 1.41%      | 0.82%       | -                 | -             | 第五批集采 |

资料来源：公司公告，上海阳光采购中心，德邦研究所

注：集采情况指该品种被纳入集采，公司未必中标

#### 3.2. 爱地那非：1 类 ED 新药，有望成为替代西地那非的大品种

两性用药市场空间巨大，在实体药店终端销售超 60 亿，西地那非占据主导地位。2022 年 ED 主要用药西地那非与他达拉非在实体药店途径的销售额超过 60 亿，同比增加 8.5%，其中西地那非超 50 亿。

图 25：国内西地那非、他达拉非实体药店销售额（百万元）

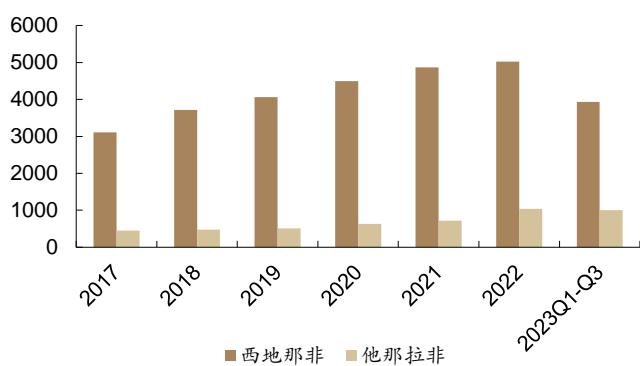
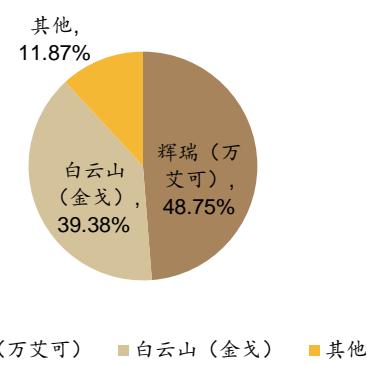


图 26：2022 年西地那非市场格局



资料来源：中康，德邦研究所

资料来源：中康，德邦研究所

**爱地那非作为新一代两性用药。**爱地那非是公司的1类新药，属于5型磷酸二酯酶抑制剂，其通过抑制降解cGMP的PDE5活性而增高细胞内cGMP浓度，导致平滑肌松弛，使阴茎海绵体内动脉血流增加，产生勃起。III期临床试验研究结果显示，该品种对勃起功能障碍患者勃起功能的改善是有效和安全的。

### 3.3. 深度布局小核酸、多肽等新领域

**深度布局小核酸、多肽等新领域。**公司自2021年以来积极布局mRNA疫苗和小核酸药物，全面切入核酸赛道，并在2022年引进并布局多项多肽药物研发管线，基于该平台的建设，公司加强了从靶点筛选与确认，序列设计，抗原设计，药效评价，CMC小试和中试，临床试验到注册申报的全链条的研发能力；进一步提升核酸药为基础的靶点发现平台、高通量筛选平台、工艺开发及规模化制备平台和分析质控平台的技术水平，以便更好的推动研发管线的进展。以抗病毒多肽药物(YKYY017)的成功开发为契机，公司组建了专业的多肽药物研发队伍，建立了多肽药物开发平台。当前公司的创新药研发已经形成规模，在小核酸药物、mRNA疫苗、多肽药物等方面进行了深度布局。

表6：公司核心技术平台

| 技术平台             | 平台类型及成果应用情况  | 技术先进性及具体表征  |
|------------------|--|---|
| 靶点发现平台           | 适用于小核酸和mRNA药物开发的通用技术平台，通过该技术平台发现新的靶点、或对靶点功能的进一步认识，助力核酸序列的设计，应用于公司研究管线的确立：新冠mRNA疫苗、狂犬mRNA疫苗、乙肝mRNA疫苗、抗新冠反义寡核苷酸、抗乙肝反义寡核苷酸和调控血脂的小干扰RNA。 | 基于二代基因组学测序技术研究生理和病理过程中关键基因功能及其调控网络的规模化识别，论证对疾病进展发挥关键作用的高特异性蛋白，通过CRISPR文库大规模筛选技术，在全基因组水平进行疾病相关靶基因的筛选与确认及验证。                |
| 高通量筛选平台          | 包括序列的筛选技术和候选药物分子的批量快速制备技术。该平台业已高效服务于目前小核酸及mRNA研发管线的前期药物发现。   | 基于碱基互补配对原则、抗原蛋白组等，从序列保守性、同源性、免疫原性、脱靶因素等多方面进行评估，从而高效、保质地实现序列的设计与优化。精准、快速获得先导序列，满足药物发现阶段对物料的需求，助力快速确定候选分子。                  |
| 工艺开发及规模化制备平台     | 适用于各种核酸药物开发的通用技术平台，包括小核酸和mRNA两大应用模块，应用于候选小核酸分子和mRNA疫苗的GMP制备，满足国际注册申报的质量要求，及为临床试验提供合格产品。  | 通过工艺开发研究产品制备的路线、工艺参数的安全范围，实现原料药或原液及相关工艺杂质的规模化制备，建立稳健的制备工艺，有力支持核酸药物实验室小试、中试、GMP生产，满足申报、临床实验及上市需求。                          |
| 完整的分析质控平台        | 适用于各种核酸药物开发的通用技术平台，包括小核酸和mRNA两大应用模块，通过该平台实现对原辅料、中间体及产品的质量研究、建立质量过程控制的依据，有力保证产品的质量。   | 利用现代分析测序技术、UHPLC-Mass、二维GC-Mass等进行相关分析方法的开发与验证，中间体及产品的稳定性研究，工艺杂质的追踪，及关键杂质的表征，有效建立各个阶段的质量标准及分析检测手段，确保最终产品的质量。              |
| 多肽药物开发平台         | 以融合抑制剂研发为突破口，有序向糖尿病、骨质疏松症等重要领域拓展，逐步建立综合多肽药物研发技术平台，形成一个集药物发现和后期临床开发为一体，原创药和仿制药并举，管线布局合理的多肽创新药综合研发体系。                                  | 具有全球独创的多肽片断相互作用研究理念，直击蛋白动态相互作用本质，设计和开发多肽药物管线，建立适合多肽药物研究的，集生物化学、生物物理、分子生物学、细胞生物学等为一体的多学科综合研究手段，形成公司核心技术，构筑公司技术屏障，占领研发高地。   |
| 缓控释制剂技术平台        | 适用于多种类型缓控释制剂技术开发的通用技术平台，通过该技术平台研发的膜控型缓控释技术、骨架型缓控释技术和注射用缓释微球技术等3大核心技术应用于公司奥美拉唑肠溶胶囊、盐酸二甲双胍缓释片等在产及在研缓控释制剂产品中。                           | 拥有膜控型、骨架型、注射用缓释微球等缓控释制剂技术，实现了粒径为50μm的极小含药丸芯的制备；提高难溶性药物的溶解度、生物利用度、改善药物的稳定性、降低药物不良反应、提高药物靶向性等作用，并于2015年获得国家科技进步二等奖。         |
| 药物晶型研究技术平台       | 适用于新型药物分子晶型研发的通用技术平台，通过该技术平台形成的筛选、评价体系，应用于公司奥美拉唑肠溶胶囊、注射用头孢曲松钠等在产品型药物产品中。   | 建立了科学高效的药物分子晶型筛选、评价体系，能够准确迅速的取得药物分子的晶型信息，通过进行晶型研究，提升晶型药物质量标准，突破产业化难题，建成我国首个“头孢药物晶型技术研究国家地方联合工程实验室”，并于2016年获得国家科技进步二等奖。    |
| 高端药用辅料研发技术平台     | 适用于各种高端药用辅料研发的通用技术平台，通过该技术平台形成的工艺控制方法、创新制备设备，应用于公司丙烯酸乙酯-甲基丙烯酸甲酯共聚物水分散体等在产高端药用辅料产品中。  | 解决药用辅料水分散体在制备中控制丙烯酸酯单体残留量的关键技术难题，公司研发生产的丙烯酸乙酯-甲基丙烯酸甲酯共聚物水分散体、季铵基甲基丙烯酸酯共聚物A型水分散体、季铵基甲基丙烯酸酯共聚物B型水分散体等为国内独家产品，其性能、安全和成本优势明显。 |
| 心脑血管注射剂精细化制备技术平台 | 适用于各种心脑血管注射剂开发的通用技术平台，通过该技术平台形成的药物筛选、制剂开发、质量研究以及安全性有效性验证等技术，应用于公司银杏叶提取物注射液、天麻素注射液等在产品以及注射用羟基红花黄色素A等在研新药中。                            | 与中国药科大学合作研究的“中药和天然药物活性物质的发现与研究”项目，在天然药物质量标准提升等方面取得了重要成果，研究成果对阐明天然药物的科学内涵、提高临床应用的天然药物质量控制水平具有重要意义，项目获得2019年江苏省科学技术一等奖。     |

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 4. 盈利预测

### 核心假设:

**心血管板块:** 作为公司的重点板块，心血管板块由于集采影响，我们预计短期有所承压，23年银杏叶提取物注射剂受到集采影响短期承压，23年假设板块下滑15%，24年预计集采影响逐步恢复，全年假设10%左右增长，25年预计羟A、复方银杏叶片等新药有望逐步放量，假设放量顺利下25年有望达到30%增长。

**其他板块:** 公司其他医药工业板块此前受到集采影响短期承压，我们预计未来抗感染、消化系统、糖尿病类毛利及收入占比将持续降低，随着影响逐步出清，消化类、糖尿病预计有望维持10%左右增速；抗感染考虑新冠相关需求的消化，我们预计23-24年分别下滑30%、10%，25年恢复10%正常增长；其他业务占比较小，假设维持12-13%的增速。

表7：公司收入预测拆分（百万元）

|       |    | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|----|------|------|------|-------|-------|-------|
| 合计    | 收入 | 43.4 | 49.7 | 45.4 | 39.5  | 42.3  | 51.8  |
|       | 增速 | 1%   | 14%  | -9%  | -13%  | 7%    | 23%   |
| 心血管类  | 收入 | 21.7 | 28.9 | 27.6 | 23.4  | 25.8  | 33.5  |
|       | 增速 | 39%  | 33%  | -5%  | -15%  | 10%   | 30%   |
| 抗感染类  | 收入 | 11.8 | 11.4 | 9.1  | 6.4   | 5.8   | 6.3   |
|       | 增速 | -30% | -3%  | -20% | -30%  | -10%  | 10%   |
| 消化系统类 | 收入 | 4.9  | 4.8  | 3.1  | 3.4   | 3.7   | 4.1   |
|       | 增速 | -18% | -4%  | -35% | 10%   | 10%   | 10%   |
| 糖尿病类  | 收入 | 2.1  | 2.7  | 2.4  | 2.7   | 2.9   | 3.2   |
|       | 增速 | 41%  | 31%  | -10% | 10%   | 10%   | 10%   |
| 其他业务  | 收入 | 2.9  | 1.9  | 3.2  | 3.6   | 4.1   | 4.6   |
|       | 增速 | -2%  | -35% | 71%  | 12%   | 13%   | 13%   |

资料来源：公司年度报告，德邦研究所

### 盈利预测与投资建议:

公司深耕医药领域超20年，产品梯队丰富，老品种短期承压初步出清，羟A、复方银杏叶片等新品种有望上市放量，中长期积极布局小核酸等领域，我们预计2023-2025年公司营收分别为39.5/42.3/51.8亿元，归母净利润分别为2.2/3.0/4.6亿元，对应PE 44.7/32.2/21.2倍。可比公司平均23-25年平均估值为34.3/27.3/22.4，考虑悦康药业短期业绩有所承压，潜在品种25年后有望上市放量，中长期看估值性价比较好。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 8：可比公司估值分析**

| 公司名称 | 总市值(亿元) | 收盘价(元) | 归母净利润 |       |       | PE(X) |       |       |
|------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |         |        | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 一品红  | 130.3   | 28.6   | 3.6   | 4.9   | 6.3   | 36.2  | 26.6  | 20.7  |
| 众生药业 | 147.0   | 16.9   | 3.8   | 4.4   | 5.1   | 38.7  | 33.7  | 28.8  |
| 方盛制药 | 47.7    | 11.2   | 1.7   | 2.2   | 2.7   | 28.1  | 21.7  | 17.7  |
| 均值   |         |        |       |       |       | 34.3  | 27.3  | 22.4  |
| 悦康药业 | 97.3    | 23.2   | 2.2   | 3.0   | 4.6   | 44.7  | 32.2  | 21.0  |

资料来源: wind, 德邦研究所

注: 一品红、方盛制药利润预测均来自德邦外发报告, 众生药业利润为 wind一致预测, 市值更新日期为 2023 年 12 月 8 日

## 5. 风险提示

- 1) 市场及政策风险：**药品带量采购日益常态化开展，国家医保局也鼓励各地研究并探索对未过评品种、中成药、生物制品等开展集中带量采购工作，中选品种的价格将有一定幅度下降，对公司营业收入及盈利能力造成一定冲击。
- 2) 研发创新风险：**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，公司将面临一定的研发创新风险。
- 3) 行业竞争加剧：**医药行业作为热门赛道玩家较多，很多领域品种在有建树后或将迎来同行跟进，行业竞争可能加剧。

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2022A  | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |        |        |       |       |
| 每股收益      | 0.74   | 0.48   | 0.67  | 1.03  |
| 每股净资产     | 8.86   | 9.35   | 10.02 | 11.05 |
| 每股经营现金流   | -0.27  | 1.65   | 0.63  | 1.38  |
| 每股股利      | 0.00   | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| 价值评估(倍)   |        |        |       |       |
| P/E       | 26.0   | 44.7   | 32.2  | 21.0  |
| P/B       | 2.18   | 2.31   | 2.16  | 1.96  |
| P/S       | 2.14   | 2.47   | 2.30  | 1.88  |
| EV/EBITDA | 15.26  | 24.69  | 19.68 | 13.15 |
| 股息率%      | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  |
| 盈利能力指标(%) |        |        |       |       |
| 毛利率       | 64.6%  | 63.1%  | 63.5% | 64.3% |
| 净利润率      | 7.4%   | 5.5%   | 7.2%  | 8.9%  |
| 净资产收益率    | 8.4%   | 5.2%   | 6.7%  | 9.3%  |
| 资产回报率     | 5.6%   | 3.6%   | 4.7%  | 6.4%  |
| 投资回报率     | 7.1%   | 3.7%   | 4.8%  | 7.2%  |
| 盈利增长(%)   |        |        |       |       |
| 营业收入增长率   | -8.5%  | -13.1% | 7.0%  | 22.5% |
| EBIT 增长率  | -49.0% | -41.1% | 37.1% | 60.7% |
| 净利润增长率    | -38.6% | -35.0% | 38.7% | 53.1% |
| 偿债能力指标    |        |        |       |       |
| 资产负债率     | 33.5%  | 30.8%  | 30.1% | 31.4% |
| 流动比率      | 2.1    | 2.3    | 2.4   | 2.4   |
| 速动比率      | 1.6    | 1.9    | 2.0   | 2.0   |
| 现金比率      | 0.9    | 1.3    | 1.4   | 1.4   |
| 经营效率指标    |        |        |       |       |
| 应收账款周转天数  | 98.7   | 79.4   | 89.0  | 84.2  |
| 存货周转天数    | 167.8  | 159.5  | 163.6 | 161.6 |
| 总资产周转率    | 0.8    | 0.6    | 0.7   | 0.7   |
| 固定资产周转率   | 3.9    | 3.4    | 3.7   | 4.6   |

| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润        | 335   | 218   | 302   | 462   |
| 少数股东损益     | 4     | 1     | 2     | 3     |
| 非现金支出      | 239   | 126   | 129   | 127   |
| 非经营收益      | 0     | 18    | 16    | 14    |
| 营运资金变动     | -699  | 378   | -164  | 16    |
| 经营活动现金流    | -121  | 741   | 284   | 622   |
| 资产         | -548  | -56   | -114  | -124  |
| 投资         | -10   | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | 1     | 2     | 2     | 2     |
| 投资活动现金流    | -557  | -54   | -112  | -122  |
| 债权募资       | 228   | 0     | 0     | 0     |
| 股权募资       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -330  | -10   | -10   | -10   |
| 融资活动现金流    | -102  | -10   | -10   | -10   |
| 现金净流量      | -773  | 677   | 162   | 490   |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 08 日

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 4,542 | 3,948 | 4,225 | 5,176 |
| 营业成本        | 1,606 | 1,456 | 1,542 | 1,848 |
| 毛利率%        | 64.6% | 63.1% | 63.5% | 64.3% |
| 营业税金及附加     | 54    | 49    | 51    | 64    |
| 营业税金率%      | 1.2%  | 1.2%  | 1.2%  | 1.2%  |
| 营业费用        | 1,978 | 1,777 | 1,893 | 2,303 |
| 营业费用率%      | 43.6% | 45.0% | 44.8% | 44.5% |
| 管理费用        | 245   | 205   | 211   | 243   |
| 管理费用率%      | 5.4%  | 5.2%  | 5.0%  | 4.7%  |
| 研发费用        | 344   | 276   | 275   | 311   |
| 研发费用率%      | 7.6%  | 7.0%  | 6.5%  | 6.0%  |
| EBIT        | 314   | 185   | 253   | 407   |
| 财务费用        | -33   | -10   | -19   | -21   |
| 财务费用率%      | -0.7% | -0.3% | -0.4% | -0.4% |
| 资产减值损失      | -52   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益        | 1     | 2     | 2     | 2     |
| 营业利润        | 358   | 250   | 340   | 506   |
| 营业外收支       | -8    | -10   | -7    | -6    |
| 利润总额        | 350   | 240   | 333   | 500   |
| EBITDA      | 479   | 311   | 382   | 534   |
| 所得税         | 11    | 22    | 29    | 34    |
| 有效所得税率%     | 3.1%  | 9.0%  | 8.6%  | 6.9%  |
| 少数股东损益      | 4     | 1     | 2     | 3     |
| 归属母公司所有者净利润 | 335   | 218   | 302   | 462   |
| 资产负债表(百万元)  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金        | 1,657 | 2,334 | 2,496 | 2,987 |
| 应收账款及应收票据   | 1,284 | 902   | 1,077 | 1,251 |
| 存货          | 738   | 636   | 691   | 818   |
| 其它流动资产      | 222   | 192   | 201   | 217   |
| 流动资产合计      | 3,901 | 4,064 | 4,465 | 5,272 |
| 长期股权投资      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产        | 1,165 | 1,153 | 1,131 | 1,114 |
| 在建工程        | 458   | 438   | 418   | 398   |
| 无形资产        | 175   | 195   | 202   | 216   |
| 非流动资产合计     | 2,107 | 2,027 | 2,004 | 1,995 |
| 资产总计        | 6,008 | 6,091 | 6,470 | 7,267 |
| 短期借款        | 228   | 228   | 228   | 228   |
| 应付票据及应付账款   | 777   | 734   | 762   | 922   |
| 预收账款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其它流动负债      | 894   | 801   | 848   | 1,019 |
| 流动负债合计      | 1,899 | 1,763 | 1,838 | 2,170 |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其它长期负债      | 112   | 112   | 112   | 112   |
| 非流动负债合计     | 112   | 112   | 112   | 112   |
| 负债总计        | 2,011 | 1,875 | 1,950 | 2,282 |
| 实收资本        | 450   | 450   | 450   | 450   |
| 普通股股东权益     | 3,989 | 4,207 | 4,509 | 4,971 |
| 少数股东权益      | 8     | 9     | 11    | 14    |
| 负债和所有者权益合计  | 6,008 | 6,091 | 6,470 | 7,267 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|   |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|   |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|   |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| 2. 市场基准指数的比较标准：   | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
| A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。           |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|   |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。