

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	20.60
总股本/流通股本(亿股)	5.85 / 5.78
总市值/流通市值(亿元)	120 / 119
52周内最高/最低价	33.10 / 15.81
资产负债率(%)	27.4%
市盈率	27.68
第一大股东	江苏康缘集团有限责任公司

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
分析师: 古意涵
SAC 登记编号: S1340523110003
Email: guyihan@cnpsec.com

康缘药业(600557)

大单品皆处于向上拐点，潜力产品放量可期

● 投资要点

公司核心三大单品皆处于向上拐点，2024 年有望实现较高增长。(1) **金振口服液**：儿科中成药近年行业规模 CAGR 保持 10%+，感冒、止咳祛痰两个亚类市占率合计达到 80%（止咳祛痰维持 30%+），由于 2021 年止咳祛痰增速明显高于行业，且金振口服液高增速延续至 2022 年，导致 2023 年销售额下滑，考虑到儿科中成药竞争格局稳定，且金振口服液在止咳祛痰 TOP 产品中覆盖人群更广、口感更好，且有独家、基药品种优势，叠加近期循证医学临床证据持续完善，为院内推广提供更强有力的支撑，我们认为 2024 年金振口服液有望实现较高恢复增长。

(2) **热毒宁注射液**：2017 年 TOP 清热解毒注射剂增加医保报销限制以来，2019-2020 年主要产品规模下降明显，2021 年开始恢复增长，热毒宁由于基本在二级及以上医疗机构销售，2019 年并未出现大幅下滑，其在 2020 年下滑明显，2021 年增速明显慢于其他竞品（3% VS 20%），主要系公司自身销售重心调整，但公司后续实行“专人专做”，2022 年起开启快速增长，考虑到热毒宁注射液在新版医保目录中取消“重症患者”限制，销售规模尚未恢复峰值，且适应症有望拓展，我们认为其有望保持较高增速。

(3) **银杏二萜内酯葡胺注射液**：2023 年版《国家医保目录》将其从协议期内谈判药品部分调整至中成药部分，即纳入常规目录管理，后续银杏二萜内酯葡胺注射液价格将维持稳定；2023 年至今，银杏二萜研究成果颇丰，在国际神经医学 TOP 期刊、JAMA 子刊发表研究成果，为学术推广提供强有力支撑，促进其在 2024 年恢复较快增长。此外，公司还加大打造非注射品种梯队，杏贝止咳颗粒、腰痹通胶囊、复方南星止痛膏等医保+基药品种有望在基药“986”政策下加速放量，天舒胶囊、大株红景天胶囊、龙血通络胶囊等医保品种有望在政策促进下实现快速放量。

● 盈利预测和投资评级

我们预测公司 2023-2025 年营收分别为 48.23/58.66/69.12 亿元，归母净利润分别为 4.97/6.22/7.62 亿元，对应 PE 分别为 24.3/19.4/15.8 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示：

非注射剂产品推广不及预期；集采降价风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4351	4823	5866	6912
增长率(%)	19.25	10.86	21.62	17.82
EBITDA(百万元)	632.83	643.49	769.29	908.62
归属母公司净利润(百万元)	434.47	496.54	621.69	762.47
增长率(%)	35.54	14.29	25.20	22.65
EPS(元/股)	0.74	0.85	1.06	1.30
市盈率(P/E)	27.73	24.26	19.38	15.80
市净率(P/B)	2.53	2.34	2.09	1.85
EV/EBITDA	14.79	15.85	12.26	9.07

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 金振口服液：2024 年有望恢复较快增长.....	4
2 热毒宁：医保解除“重症”限制，适应症有望拓展，助力后续增长	7
3 银杏二萜：纳入常规医保目录价格稳定，研究成果颇丰，2024 年有望加大推广.....	8
4 独家品种资源丰富，部分非注射剂品种有望在政策促进下实现快速放量	10
5 盈利预测与投资建议.....	12
6 风险提示.....	13

图表目录

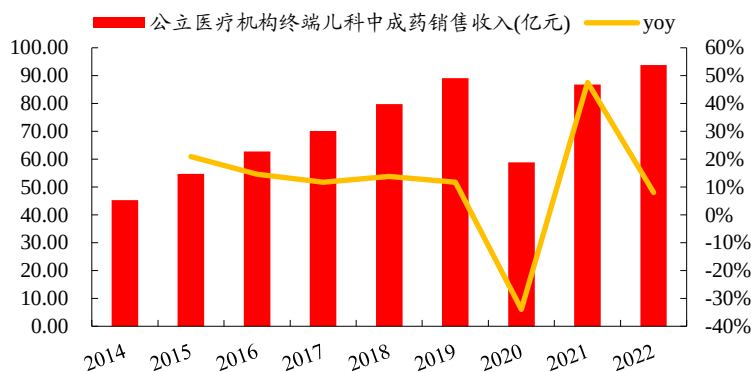
图表 1: 儿科中成药规模 2014-2019 年保持 10%+增速, 经历疫情波动后 2022 年增速恢复至 8%	4
图表 2: 儿科止咳祛痰药品在 2021-2022 年实现高增长, 2023 年同比增速放缓	4
图表 3: 金振口服液日服用价格(元)在止咳祛痰用药 TOP 6 产品中也处于中间水平	5
图表 4: 新增临床试验结果在多家优质三甲医院研究实施	5
图表 5: 公司持续完善金振口服液循证医学临床证据, 适应症有望继续增加	6
图表 6: 金振口服液已经被多个指南作为推荐用药	6
图表 7: 销售排名靠前的呼吸类中药注射液 2023 年减少“重症”限制	7
图表 8: 清热解毒注射剂销售额(亿元)自 2021 年恢复较好, 热毒宁由于营销重心调整恢复较慢, 2022 年起快速恢复	7
图表 9: 热毒宁注射剂适应症有望拓展	8
图表 10: 银杏二萜内酯葡胺注射液在中国公立医疗机构脑血管用药过 10 亿元中药注射剂中 2015-2019 年销售额增速最高	9
图表 11: 较大品种脑血管用药中药注射剂有医保限制	9
图表 12: 第三次谈判价格(元/支)维持稳定	10
图表 13: 进入医保后快速放量, 近 2 年销量稳定	10
图表 14: 公司拥有 46 个独家品种	11
图表 15: 2018 版新增独家中成药中销售额(亿元)提升 1 亿元以上的产品较多	11
图表 16: 可比公司估值情况	13

1 金振口服液：2024 年有望恢复较快增长

金振口服液主治清热解毒，祛痰止咳，用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者。根据米内网，金振口服液主要在公立医疗机构销售，2022 年其在公立医疗机构销售额超过 10 亿元，在城市实体药店终端的销售额 2.32 亿元。

儿科中成药销售额有望维持较快增速。根据米内网，儿科中成药由于副作用较小、药性更温和，在儿童群体中应用广泛，2020 年前儿科中成药在中国公立医疗机构终端保持双位数增长，2020 年受疫情影响有所回落，但 2021 年同比增长 47.54%，2022 年同比增长 8%，近年来国家从研发、审评、生产销售等多维度出台了系列鼓励政策，例如将儿童药纳入优先审评审批、全国医保目录调整优先考虑儿童用药等，我们认为后续儿科中成药仍能保持 10% 左右较快增速。

图表1：儿科中成药规模 2014-2019 年保持 10%+ 增速，经历疫情波动后 2022 年增速恢复至 8%



资料来源：米内网、中邮证券研究所

儿科止咳祛痰药品在 2021-2022 年实现高增长，2023 年同比增速放缓，但预计仍能维持儿科中成药中 30%+ 的市占率，2024 年有望恢复增长。儿科中成药集中于感冒、止咳祛痰、厌食症 3 个亚类（2022 年合计占比超过 95%，感冒/止咳祛痰/厌食各自占比约 43%/37%/15%），儿科止咳祛痰药品在 2021-2022 连续 2 年实现较高增长后（尤其 2021 年，TOP 5 产品销售额增速集中为 70% 左右），2023H1 下滑 12.38%，考虑到儿科中成药亚类竞争格局较稳定，预计后续会以高于儿科中成药行业增速恢复增长。就具体药品而言，2023H1 儿科止咳祛痰中成药 TOP 4 销售额皆下滑 20% 左右，金振口服液 2020-2022 年销售额 CAGR 达到 56%，在儿科中成药 TOP 10 中增速最快，2023H1 下滑 23%，导致公司 2023 前三季度口服液收入下降 24.33%。

图表2：儿科止咳祛痰药品在 2021-2022 年实现高增长，2023 年同比增速放缓

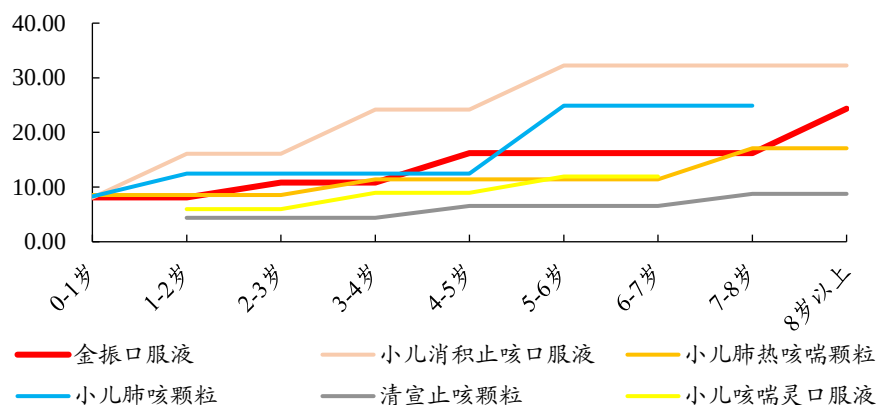
产品名称	亚类	生产企业名称	是否独家	医保情况	是否进基药目录	排名		2022 年销售额(亿元)	销售额增速		
						2022	2023H1		2021	2022	2023H1
小儿豉翘清热颗粒	儿科感冒	济川药业集团	✓	全国乙类	×	1	1	18+	47.80%	21.54%	25.78%
金振口服液	儿科止咳祛痰	江苏康缘药业	✓	全国乙类	✓	2	3	10+	72.40%	41.67%	-23.00%
开喉剑喷雾剂（儿童型）	儿科其他	贵州三力制药	✓	全国乙类	×	3	2	8+	45.90%	13.27%	20.86%
四磨汤口服液	儿科厌食症	湖南汉森制药	✓	全国乙类	×	4	4	4+	12.30%	-0.12%	5.12%
小儿肺咳颗粒	儿科止咳祛痰	天圣制药等	×	全国乙类	✓	5	6	4+	74.60%	12.11%	-26.39%

小儿消积止咳口服液	儿科止咳祛痰	鲁南厚普制药	✓	全国甲类	✓	6	9	3+	106.8%	-7.63%	-19.40%
小儿肺热咳喘颗粒	儿科止咳祛痰	海南葫芦娃药业等	×	全国乙类	✓	7	11	3+	68.90%	15.04%	-20.77%
醒脾养儿颗粒	儿科厌食症	贵州健兴药业	✓	全国乙类	✓	8	7	2+	37.92%	-12.01%	16.25%
清宣止咳颗粒	儿科止咳祛痰	江苏苏中药业集团	✓	全国甲类	✓	13	14	2+	64.10%	-6.10%	-3.72%
小儿咳喘灵口服液	儿科止咳祛痰	哈尔滨康隆药业等	×	全国乙类	×	14	12	1+	98.70%	-4.50%	11.15%

资料来源：米内网、中邮证券研究所

金振口服液覆盖人群更广，口感更好，且有独家品种、基药品种优势。通过对比公立医疗机构端排名前 6 的止咳祛痰用药，金振口服液覆盖人群更广，6 个月以上婴儿即可服用，且口感微甜，接受度更高。金振口服液主要定位于公立医疗机构终端，其日服用价格在 6 个产品中也处于中间水平，且拥有独家品种、基药品种优势，随着公司持续加大其循证医学临床研究，为其推广提供更大支持，金振口服液有望优先受益于基药“986”政策，在基层市场实现较快增长，我们认为其在公立医疗机构端市占率仍能保持提升趋势。

图表3：金振口服液日服用价格（元）在止咳祛痰用药 TOP 6 产品中也处于中间水平



资料来源：米内网、药智网、中邮证券研究所

循证医学临床证据持续完善，获得多个指南推荐，促进院内推广。公司于 2018 年启动了“金振口服液联合阿奇霉素（希舒美）治疗儿童肺炎支原体肺炎的随机双盲、三臂平行对照、多中心临床研究”，该临床研究由中华中医药学会儿童肺炎协同创新共同体主席、天津中医药大学第一附属医院儿科首席专家马融教授牵头，由天津中医药大学第一附属医院等 11 家医疗机构在 2018 年 11 月至 2023 年 11 月间共同参与完成。其随机双盲、三臂平行对照、多中心临床研究结果表明不同剂量金振口服液联合阿奇霉素（希舒美）治疗儿童肺炎支原体肺炎均显示了缩短病程、改善病情的作用，临床获益显著，安全性良好。除此以外，公司还分别于 2020、2023 年开展了针对小儿急性支气管炎、儿童病毒性肺炎的临床试验，适应症有望继续增加；截至目前，金振口服液已经被多个指南作为推荐用药，尤其 2022-2023 年新增明显，皆促进院内推广。

图表4：新增临床试验结果在多家优质三甲医院研究实施

研究实施医院	省（直辖市）	医院级别
天津中医药大学第一附属医院	天津	三甲
河南省中医药大学第一附属医院	河南	三甲
江苏省中医院	江苏	三甲

首都医科大学附属北京儿童医院	北京	三甲
成都市第一人民医院	四川	三甲
石家庄市妇幼保健院	河北	三甲
苏州市中医院	江苏	三甲
上海市中医医院	上海	三甲

资料来源：中国临床试验注册中心、中邮证券研究所

图表5：公司持续完善金振口服液循证医学临床证据，适应症有望继续增加

登记号	试验题目	药物名称	适应症	试验状态	试验分期	申办单位	试验机构	登记日期
CTR20231958	金振口服液治疗轻症儿童病毒性肺炎II 期临床试验	金振口服液	儿童病毒性肺炎	进行中（招募中）	2期	江苏康缘药业股份有限公司	广东省中医院	2023-06-27
ChiCTR2000034703	金振口服液治疗小儿急性支气管炎（痰热咳嗽）有效性和安全性的随机、双盲、平行对照、多中心临床试验	金振口服液	小儿急性支气管炎	尚未开始	4期	江苏康缘药业股份有限公司	北京中医药大学东直门医院	2020-07-15
ChiCTR1800019007	不同剂量金振口服液联合阿奇霉素（希舒美）治疗儿童肺炎支原体肺炎评价其缩短病程、改善病情作用并观察其安全性的随机双盲、三臂平行对照、多中心临床研究	金振口服液+阿奇霉素片	儿童肺炎支原体肺炎	进行中	4期	江苏康缘药业股份有限公司	天津中医药大学第一附属医院	2018-10-21

资料来源：药智网、中邮证券研究所

图表6：金振口服液已经被多个指南作为推荐用药

金振口服液获得推荐的指南列举	推荐情况	来源	作者
《儿童咳嗽中西医结合诊治专家共识（2010）》	辨证属痰热证者，症见咳嗽声重、痰多色黄质稠、喉间痰鸣，舌淡苔黄腻者，选用金振口服液、羚羊清肺散等	《中国实用儿科杂志》2010年6月第25卷第6期	陆权，王雪峰
《儿童肺炎支原体肺炎中西医结合诊治专家共识（2017）》	轻症肺炎支原体肺炎-高热稽留不退者，中成药可选用金振口服液等	中国实用儿科杂志2017年12月第32卷第12期	刘瀚旻，马融
《儿童流行性感冒中西医结合防治专家共识（2021）》	流感时期高热、咳嗽明显者，可给予金振口服液、小儿肺热咳喘颗粒	中国中西医结合儿科学2021年10月第13卷第5期	王雪峰，尚云晓
《新冠病毒感染者居家中医药干预指引（2022）》	症见发热、咽干咽痛、咳嗽者，可用金振口服液、儿童清肺口服液、小儿消积止咳口服液、减味小儿化痰散等	国家中医药管理局官网	-
《中西医结合防治儿童反复呼吸道感染专家共识（2022）》	亦可联合选用具有清肺化痰功效的中药口服，如金振口服液等	中国中西医结合儿科学2022年12月第14卷第6期	尚云晓，王雪峰
《儿童祛痰止咳治疗专家共识（2022）》	呼吸道感染急性期-痰液色黄质稀-金振口服液/肺力咳合剂/安儿宁颗粒/清宣止咳颗粒	中国实用儿科杂志2022年8月第37卷第8期	陈星，罗征秀，沈照波，严永东，张建华，周亚兵
《儿童肺炎支原体肺炎中西医结合诊疗方案（2023版）》	中医治疗-急性期-痰热闭肺证中成药：金振口服液/复方鲜竹沥液/肺力咳合剂/小儿肺热清颗粒/小儿清肺化痰咀嚼片/泡腾片	《北京中医药》2023-10-24	胡艳，郝静，闫慧敏
《小儿病毒性肺炎中医临床诊疗指南（2023年）》	口服中成药推荐：小儿咳喘灵口服液、小儿肺热咳喘口服液、金振口服液、羚羊清肺散、连花清瘟颗粒、玉屏风口服液、安宫牛黄丸	南京中医药大学学报2023年3月第39卷第3期	袁斌，白晓红，陈华，翟文生，姜永红，李敏，李燕宁，王力宁，王孟清，王有鹏，虞坚尔，张喜莲，赵霞，韩新民，戴启刚，王雷，胡婵婵，梁淼淼

资料来源：中邮证券研究所整理

2 热毒宁：医保解除“重症”限制，适应症有望拓展，助力后续增长

热毒宁注射液是公司自主研发的国家二类新药，由青蒿、金银花、栀子3味中药提取精制而成，具有清热、疏风、解毒功能，为治疗感染性疾病的常用中药注射剂。临床上主要用于治疗上呼吸道感染（风热）、急性气管-支气管炎肺炎、慢性阻塞性肺疾病、手足口病、小儿病毒性腹泻等疾病，且早期应用可有效退热，控制炎症反应。

根据米内网，2019 年销售排名靠前的呼吸类中药注射液为喜炎平注射液（31 亿）、痰热清注射液（17.85 亿）、热毒宁注射液（17.72 亿）、血必净注射液（11.70 亿），皆为独家产品。2018 年流感疫情加剧导致用药需求增加，以上药品收入并未产生明显下降（喜炎平注射液下降 24.32%主要由于 2017 年 9 月有 3 个批次的产品频发寒战、发热等严重不良反应，被发文通告、召回、停售和停产，11 月底恢复生产销售），医保报销限制的影响主要在 2019 年体现，但热毒宁由于终端原本集中在二级及以上医疗机构，受影响并不大，其 2020 年销售额大幅下滑主要由于公司营销团队将更多资源倾向其他产品营销，2021 年在其他产品同比增速基本在 20%左右时仅增长 3%。公司在 2021 年下半年开始进行营销改革，推行医院主管制加大中药注射剂营销，成效自 2022 年快速显现，热毒宁注射液 2022 年同比增长 54.9%，2023 年前三季度延续高增长，是公司 2023 年前三季度注射剂收入同比增长 48.7%的主要推动力。

2023 年国家医保目录将热毒宁等几个 TOP 清热解毒注射液的医保报销取消了“重症患者”的限制，放宽了医保报销范围，将助力热毒宁注射液院内推广。

图表7：销售排名靠前的呼吸类中药注射液 2023 年减少“重症”限制

药品名称	生产企业	是否独家	进入医保年限	医保类型	医保报销限制（调整前）	医保报销限制（调整后）
喜炎平注射液	江西青峰药业	是	2009 年	乙类	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构
血必净注射液	红日药业	是	2019 年	乙类	限二级及以上医疗机构重症患者的急救抢救	限二级及以上医疗机构
热毒宁注射液	康缘药业	是	2009 年	乙类	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构
痰热清注射液	上海凯宝药业	是	2009 年	乙类	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构

资料来源：国家医保局官网、药智网、中邮证券研究所

图表8：清热解毒注射剂销售额（亿元）自 2021 年恢复较好，热毒宁由于营销重心调整恢复较慢，2022 年起快速恢复

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
喜炎平注射液	39.17	29.65	31.22	-	>23	-	
		-24.32%	5.30%	-	20.55%	-	
血必净注射液	12.80	14.52	11.70	7.64	9.33	12.24	
		13.44%	-19.43%	-34.64%	22.04%	31.21%	102.71%
热毒宁注射液	18.34	19.36	17.72	6.56	6.84	10.60	
		5.56%	-8.46%	-62.98%	3.04%	54.90%	
痰热清注射液	19.84	18.76	17.85	<10	-	>10	
		-5.46%	-4.83%	约-45%	19.70%	-	

资料来源：米内网、红日药业公司公告、康缘药业公司公告、中邮证券研究所

注：血必净注射液 2022-2023H1 增速为公司公告数据，热毒宁注射液 2022 年增速为公司公告数据，其余数据来源为米内网

就后续的增长空间而言，我们认为热毒宁仍有望保持较高增长：（1）从规模来看，按照米内网数据，热毒宁销售额峰值接近 20 亿，假设热毒宁 2023 年销售额同比增长 50%-75%至 16.0-18.6 亿，也未恢复此前的销售规模峰值（2017 年新增的医保报销限制对热毒宁原本影响小）；（2）公司重视热毒宁，给予销售政策倾斜，对该产品实行“专人专做”，在 2022 年报中提出“狠抓热毒宁注射液恢复发展不动摇”，在巩固儿科优势的基础上，大力拓展成人科室，深度挖掘急诊科室、呼吸科室及住院病房场景的市场潜力；（3）目前热毒宁学术推广适应症主要为退热、抗炎、抗病毒，从临床试验来看，热毒宁还有望拓展手足口病、H7N9 禽流感、登革热（普通型）、病毒性肺炎等适应症，血必净在拓展脓毒症适应症后销售规模快速提升，新增适应症对销售促进有明显成效；（4）2023 年国家医保目录解除“重症患者”限制。

图表9：热毒宁注射剂适应症有望拓展

登记号	试验题目	药物名称	适应症	试验状态	试验分期	申办单位	试验机构	登记日期
CTR20140794	热毒宁注射液治疗流感高热Ⅲ期临床研究	热毒宁注射液	流行性感冒高热（热毒袭肺证）	进行中（招募中）	3期	江苏康缘药业股份有限公司	天津中医药大学第二附属医院	2015-01-13
CTR20131286	热毒宁注射液治疗流感高热Ⅱb期临床研究	热毒宁注射液	流行性感冒高热（热毒袭肺证）	已完成	其他	江苏康缘药业股份有限公司	天津中医药大学第二附属医院、天津中医药大学第二附属医院	2014-02-25
ChiCTR2100050245	热毒宁注射液治疗病毒性肺炎的多中心、随机、双盲、安慰剂对照临床试验	热毒宁注射液	病毒性肺炎	尚未开始	探索性研究/预试验	广州循证医药科技有限公司	广州医科大学附属第一医院	2021-08-24
ChiCTR2000029589	以常规治疗为对照，评价热毒宁注射液治疗新型冠状病毒肺炎有效性和安全性的前瞻性、随机、开放、多中心临床研究	热毒宁注射液	新型冠状病毒感染的肺炎(COVID-19)	进行中	探索性研究/预试验	天津中医药大学	首都医科大学附属北京中医医院	2020-02-05
ChiCTR-TRC-14005244	热毒宁注射液治疗登革热（普通型）住院患者有效性及安全性的前瞻性、随机对照、开放性临床研究	热毒宁注射液	登革热(普通型)	进行中	其他	江苏康缘药业股份有限公司	广州中医药大学第一附属医院	2014-09-18
ChiCTR-TRC-13004045	热毒宁注射液治疗流行性感冒高热（肺毒袭肺证）多中心随机双盲对照Ⅱb期临床研究	热毒宁注射液	流行性感冒	已完成	1期+2期	江苏康缘药业股份有限公司	天津中医药大学第二附属医院	2013-12-26
ChiCTR-TRC-13003160	热毒宁注射液治疗AECOPD多中心试验	热毒宁注射液	慢性阻塞性肺疾病急性发作期	已完成	4期	江苏康缘药业股份有限公司	中国人民解放军北京军区总医院	2013-03-12
ChiCTR-TRC-10001082	热毒宁注射液治疗流行性感冒高热（热毒袭肺证）多中心随机双盲对照Ⅱa期临床研究	热毒宁注射液	流行性感冒	已完成	2期	江苏康缘药业股份有限公司	天津中医药大学第二附属医院	2010-11-02
ChiCTR-OCS-12002485	热毒宁注射液临床安全性集中监测研究	热毒宁注射液	感染性疾病	进行中	4期	天津中医药大学	天津中医药临床评价研究所	2012-07-25
ChiCTR-IPR-15006047	热毒宁注射液治疗人感染H7N9禽流感单中心、随机、开放、对照、探索性临床研究	热毒宁注射液	H7N9 禽流感	进行中	4期	江苏康缘药业股份有限公司	浙江大学医学院第一附属医院	2015-03-06
ChiCTR-IPR-14005665	热毒宁注射液治疗流行性感冒高热（热毒袭肺证）多中心随机双盲对照Ⅲ期临床研究	热毒宁注射液	流行性感冒	进行中	3期	江苏康缘药业股份有限公司	天津中医药大学第二附属医院	2014-12-12
ChiCTR-IPR-14005376	热毒宁注射液治疗手足口病（神经系统受累期）有效性及安全性的多中心、随机开放、平行对照临床试验	热毒宁注射液	手足口病	进行中	4期	江苏康缘药业股份有限公司	重庆医科大学附属儿童医院	2014-09-19

资料来源：药智网、中邮证券研究所

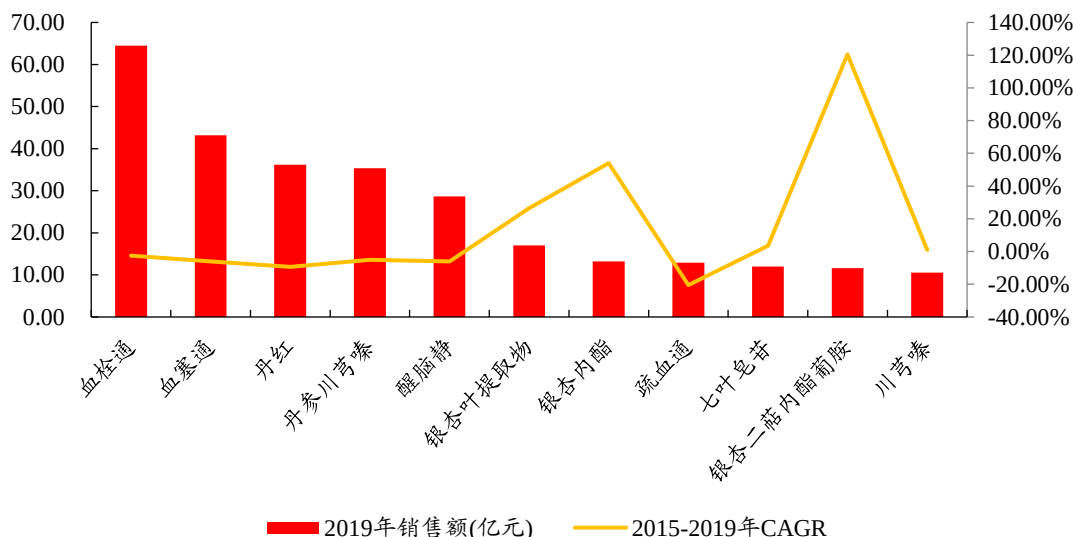
3 银杏二萜：纳入常规医保目录价格稳定，研究成果颇丰，2024 年有望加大推广

公司银杏二萜内酯葡胺注射液用于中风病中经络（轻中度脑梗死），于 1998 年立项研发，2012 年获得新药证书，2014 年开始上市销售，2017 年通过谈判进入医保目录。

目前，我国用于治疗缺血性脑卒中的中药注射剂包括注射用血栓通、注射用血塞通、醒脑静注射液、银杏叶类提取物注射液等，2017 年国家医保局对醒脑静注射液、疏血通注射液等 26 种中药注射剂限制基层使用，2019 年新增注射用血栓通、血塞通注射液等中药注射剂限制基层使用，导致以上品种销售额下降明显，2019 年国家医保局将注射用七叶皂苷钠、银杏叶提取物注射液、川芎嗪注射液增加使用疾病、使用患者的限制，导致其销售额有一定下降。可以发现，过 10 亿品种中，银杏二萜内酯葡胺注射液、银杏内酯注射液增长最快，2015-2019 年 CAGR 分别达到 120.45%、54.08%，主要由于该两个品种皆在 2017 年通过医保谈

判进入了国家医保目录，银杏叶提取物注射液也保持了 26.52% 的较快增长，主要系国家医保局仅增加了“限缺血性心脑血管疾病急性期住院患者/限耳部血流及神经障碍患者/支付不超过 14 天”的限制，其仍然可以在基层医疗机构使用。

图表10：银杏二萜内酯葡胺注射液在中国公立医疗机构脑血管用药过 10 亿元中药注射剂中 2015-2019 年销售额增速最高



资料来源：米内网、中邮证券研究所

图表11：较大品种脑血管用药中药注射剂有医保限制

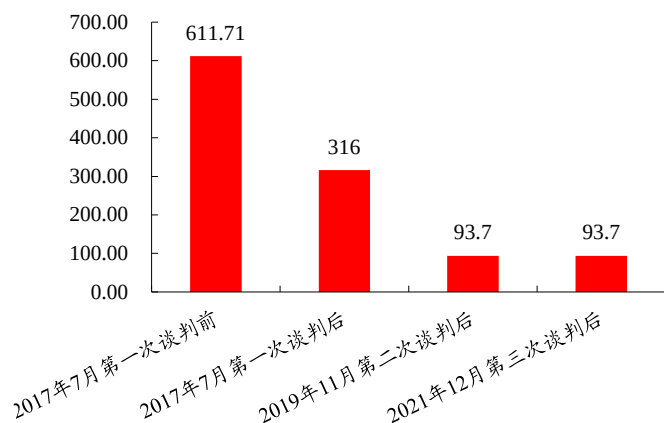
产品名称	医保类型	医保限制
注射用血栓通	甲类	限二级及以上医疗机构
血塞通注射液	甲类	限二级及以上医疗机构
醒脑静注射液	乙类	限二级及以上医疗机构并有中风昏迷、脑外伤昏迷或酒精中毒昏迷抢救的患者
银杏内酯注射液	乙类	限二级及以上医疗机构脑梗死恢复期患者，单次住院最多支付 14 天
疏血通注射液	乙类	限二级及以上医疗机构缺血性脑血管疾病的患者
银杏二萜内酯葡胺注射液	乙类	限二级及以上医疗机构脑梗死恢复期患者，单次住院最多支付 14 天
银杏叶提取物注射液	乙类	限缺血性心脑血管疾病急性期住院患者；限耳部血流及神经障碍患者。支付不超过 14 天
七叶皂苷钠（注射剂）	乙类	支付不超过 10 天
川芎嗪注射液(盐酸/磷酸)	乙类	限急性缺血性脑血管疾病，支付不超过 14 天
丹红注射液	乙类	限二级及以上医疗机构
丹参川芎嗪注射液	无	-

资料来源：国家医保局官网、中邮证券研究所

较高临床价值及安全性促进其上市后快速增长，医保谈判下虽价格下降，但放量明显，目前价格已趋稳。银杏二萜内酯葡胺注射液目前共经历 3 次医保谈判，第一次在 2017 年 7 月，价格从 611.71 元下降至 316 元，第二次在 2019 年 11 月，价格下降至 93.7 元，第三次在 2021 年 12 月，价格未出现下降，2023 年版《国家医保目录》将银杏二萜从协议期内谈判药品部分调整至中成药部分，即纳入常规目录管理，后续银杏二萜内酯葡胺注射液价格将维持稳定。从销量来看，2017 年进入医保目录后实现增长 430%，2019-2020 年则保持超过 100% 的销量增

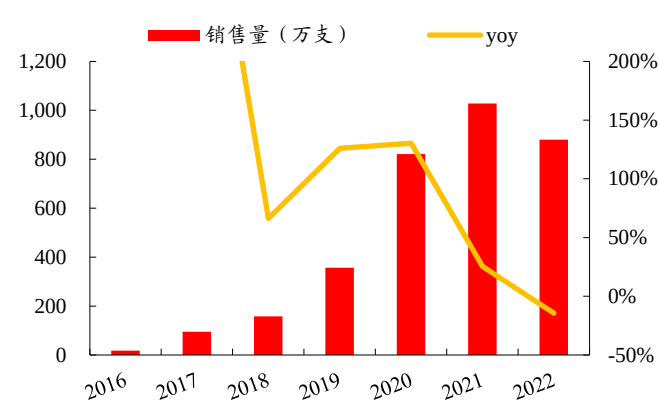
长。结合量价来看，银杏二萜内酯葡胺注射液虽然经历两次谈判降价，但销售额自 2017-2019 年保持 100%左右增长，2020 年因为价格下降 70%导致销售额略有下滑，但 2021 年快速恢复，销售额同比增长 21%，2022-2023 年公司稳定市场基本盘，银杏二萜销量变化不大。

图表12：第三次谈判价格（元/支）维持稳定



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表13：进入医保后快速放量，近 2 年销量稳定



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

2023 年至今，银杏二萜内酯葡胺注射液相关研究成果颇丰：7 月银杏二萜内酯葡胺注射液临床研究论著《基于血小板活化因子拮抗剂的急性缺血性卒中强化抗血小板策略：倾向评分与网络药理学分析的匹配》在国际神经医学 TOP 期刊《CNS Neuroscience & Therapeutics》（中科院医学类 1 区，TOP 期刊，2022 年影响因子 5.5 分）发表，该研究结果对于改善急性缺血性中风患者的治疗策略具有重要意义；8 月《美国医学会杂志》子刊《JAMA Network Open》发表一项多中心、随机、双盲、安慰剂对照、平行组试验（银杏二萜内酯葡胺治疗急性缺血性脑卒中的疗效和安全性：一项随机临床试验），证明银杏二萜内酯葡胺显著改善了急性缺血性脑卒中患者 90 天良好临床结局比例。此外，银杏二萜内酯葡胺注射液两项科研成果成功入选 2024 年国际卒中大会（ISC），ISC 是世界上规模最大的致力于脑血管疾病科学与治疗的学术会议之一，预计将有来自全球 50 多个国家和地区的 5000 余名卒中和脑血管专家及相关人士参会，此次入选的两项研究成果为急性缺血性脑卒中药物治疗增添了最新的高质量循证医学证据。我们认为以上研究成果能够为学术推广提供强有力的支撑，在公司强大的学术推广优势下，银杏二萜内酯葡胺注射液有望在 2024 年恢复较快增长。

4 独家品种资源丰富，部分非注射剂品种有望在政策促进下实现快速放量

截至 2023 年 6 月底，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（26 个品种进入 2023 年国家医保目录，6 个品种进入基药目录），共有 4 个中药保护品种。

除了金振口服液、热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液外，公司还布局一批发展级品种打造非注射品种梯队，以杏贝止咳颗粒、腰痹通胶囊、复方南星止痛膏等为代表，同时加大培育以天舒胶囊、通塞脉片、龙血通络胶囊、大株红景天胶囊等为代表的心脑血管品种，使之成为战略储备品种，增厚销售发展基础。

目前，天舒胶囊、大株红景天胶囊、龙血通络胶囊等产品进入了国家医保目录，且积累了优质循证医学证据。以天舒胶囊为例，其被《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，我们认为公司部分品种有望进入新版基药目录。根据米内网统计，2018 版基药目录新增独家中成药中销售额提升 1 亿元以上的产品较多，以上产品若进入基药目录，预计也将实现快速放量，促进公司非注射品种群快速增长。

图表14：公司拥有 46 个独家品种

序号	独家品种名称	是否国家 医保	是否国家 基药	序号	独家品种名称	是否国家 医保	是否国家 基药
1	桂枝茯苓胶囊	是	是	24	银翘清热片	是	否
2	金振口服液	是	是	25	散寒化湿颗粒	是（新进）	否
3	复方南星止痛膏	是	是	26	苓桂术甘颗粒	是（新进）	否
4	腰痹通胶囊	是	是	27	十滴水软胶囊	否	否
5	银翘解毒软胶囊	是	是	28	元胡止痛软胶囊	否	否
6	杏贝止咳颗粒	是	是	29	羚羊角注射液	否	否
7	天舒胶囊	是	否	30	加味藿香正气软胶囊	否	否
8	通塞脉片	是	否	31	金红片	否	否
9	散结镇痛胶囊	是	否	32	双黄连软胶囊	否	否
10	天舒片	是	否	33	痛安注射液	否	否
11	大株红景天胶囊	是	否	34	金红颗粒	否	否
12	热毒宁注射液	是	否	35	金振颗粒	否	否
13	复方益母颗粒	是	否	36	益坤宁片	否	否
14	逍遥片	是	否	37	橘红痰咳泡腾片	否	否
15	桂枝茯苓片	是	否	38	天舒软胶囊	否	否
16	大株红景天片	是	否	39	芪葛口服液	否	否
17	通塞脉胶囊	是	否	40	羌黄祛痹颗粒	否	否
18	七味通痹口服液	是	否	41	芪葛颗粒	否	否
19	参乌益肾片	是	否	42	冰七胶囊	否	否
20	银杏二萜内酯葡胺注射液	是	否	43	天舒滴丸	否	否
21	龙血通络胶囊	是	否	44	通塞脉分散片	否	否
22	九味熄风颗粒	是	否	45	苘蓉总苷胶囊	否	否
23	筋骨止痛凝胶	是	否	46	淫羊藿总黄酮胶囊	否	否

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表15：2018 版新增独家中成药中销售额（亿元）提升 1 亿元以上的产品较多

产品名	集团	2018 年	2022 年	变化情况	大类情况
芪苈强心胶囊	以岭药业	5+	14+	>9	心脑血管疾病用药
金振口服液	康缘药业	4+	10+	>5	儿科用药
乌灵胶囊	佐力药业	4+	9+	>5	神经系统疾病用药
苏黄止咳胶囊	扬子江药业	15+	20+	>4	呼吸系统疾病用药
滋肾育胎丸	广药集团	1+	5+	>4	妇科用药
革铃胃痛颗粒	扬子江药业	*	4+	>4	消化系统疾病用药
复方黄柏液涂剂	山东汉方制药	3+	7+	>4	皮肤科用药
芪参益气滴丸	天士力	2+	6+	>3	心脑血管疾病用药

华蟾素片	华润医药	3+	5+	>2	肿瘤疾病用药
消痛贴膏	奇正藏药	9+	11+	>2	骨骼肌肉系统疾病用药
独一味胶囊	恒康医疗	3+	5+	>2	其它用药
滑膜炎颗粒	神威药业	*	2+	>2	骨骼肌肉系统疾病用药
津力达颗粒	以岭药业	*	2+	>2	消化系统疾病用药
益气和胃胶囊	立方制药	*	2+	>2	消化系统疾病用药
活血止痛软胶囊	湖北惠海希康制药	*	2+	>1	骨骼肌肉系统疾病用药
麝香追风止痛膏	希尔安药业	1+	3+	>1	骨骼肌肉系统疾病用药
通天口服液	太极集团	1+	2+	>1	神经系统疾病用药
西帕依固龈液	新奇康药业	1+	2+	>1	五官科用药
益气维血片	广东红珊瑚药业	*	1+	>1	补气补血类用药
金蝉止痒胶囊	希尔安药业	*	1+	>1	皮肤科用药
瘀血痹片	华润医药	1+	3+	>1	骨骼肌肉系统疾病用药
小儿青翘颗粒	亿帆医药	*	2+	>1	儿科用药
瘀血痹胶囊	上海医药	1+	2+	>1	骨骼肌肉系统疾病用药
五灵胶囊	清华德人西安幸福制药	*	1+	>1	消化系统疾病用药
灵泽片	佐力药业	*	1+	>1	泌尿系统疾病用药

资料来源：米内网、中邮证券研究所

注：销售额低于1亿元用*表示

5 盈利预测与投资建议

收入方面，我们按照产品剂型分类，假设2024-2025年：（1）注射剂整体收入增速为20%左右增速；（2）口服制剂恢复较快增速；（3）胶囊收入保持10%左右增速；（4）片剂收入保持15%-20%左右增速；（5）颗粒剂/冲剂延续较高增长；（6）贴剂、凝胶剂恢复较快增速。在该假设下，公司2024-2025年收入增速分别为21.62%、17.82%，非注射液产品收入增速分别为22.13%、18.21%。**利润方面**，我们按照产品剂型分类，根据各剂型产品此前的毛利率对2023-2025年进行假设（片丸剂、颗粒剂/冲剂由于产能效率明显提升，2023年前三季度毛利率明显提升）；费用方面，公司自2021年营销改革以来，销售费用率较此前有明显下降，考虑到目前三大单品处于加大推广阶段，预计后续销售费用率稳健，研发费用率、管理费用率预计也保持稳健水平，财务费用率由于公司目前无短期借款和长期借款，且2023Q3新购买理财产品，预计产生更多利息收入。基于此，公司2024-2025年归母净利润增速分别为25.2%、22.6%。

康缘药业拥有系统完善的从创新中药发现—研发—上市再评价的全流程研发平台，当前三大单品皆处于向上拐点，我们预测公司2023-2025年营收分别为48.23/58.66/69.12亿元，归母净利润分别为4.97/6.22/7.62亿元，对应PE分别为24.3/19.4/15.8倍，给予“买入”评级。

图表16：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价（元）	P/E				PEG	
			2022A	2023E	2024E	2025E	2024E	2025E
002603.SZ	以岭药业	23.90	16.9	19.0	16.6	14.2	1.15	0.86
600535.SH	天士力	17.51	-102.4	24.9	21.4	19.0	1.34	1.48
002873.SZ	新天药业	12.44	25.8	20.6	17.1	14.3	0.85	0.71
603998.SH	方盛制药	11.35	17.5	29.6	21.9	17.2	0.63	0.62
600566.SH	济川药业	31.60	13.4	11.7	10.4	9.1	0.88	0.63
可比公司平均			18.4	21.1	17.5	14.8	0.97	0.86
600557.SH	康缘药业	20.76	27.9	24.5	19.5	15.9	0.77	0.70

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

注：收盘价日期为 2023 年 12 月 18 日，参考公司数据取自 iFinD 一致预测

6 风险提示

非注射剂产品推广不及预期；集采降价风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	4351	4823	5866	6912	营业收入	19.2%	10.9%	21.6%	17.8%
营业成本	1214	1264	1521	1781	营业利润	29.6%	8.1%	26.1%	23.5%
税金及附加	73	80	97	115	归属于母公司净利润	35.5%	14.3%	25.2%	22.6%
销售费用	1868	2122	2575	3020	获利能力				
管理费用	190	222	267	308	毛利率	72.1%	73.8%	74.1%	74.2%
研发费用	606	699	845	988	净利率	10.0%	10.3%	10.6%	11.0%
财务费用	-9	-13	-15	-21	ROE	9.1%	9.7%	10.8%	11.7%
资产减值损失	1	0	0	0	ROIC	8.8%	9.2%	10.4%	11.2%
营业利润	455	492	620	765	偿债能力				
营业外收入	3	0	0	0	资产负债率	27.4%	24.8%	25.6%	25.8%
营业外支出	12	0	0	0	流动比率	2.09	2.48	2.66	2.86
利润总额	446	491	620	765	营运能力				
所得税	4	-14	-13	-10	应收账款周转率	5.96	6.91	8.89	10.46
净利润	442	505	632	776	存货周转率	12.78	14.26	18.04	22.52
归母净利润	434	497	622	762	总资产周转率	0.68	0.69	0.78	0.81
每股收益(元)	0.74	0.85	1.06	1.30	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.74	0.85	1.06	1.30
货币资金	1601	1847	2611	3802	每股净资产	8.13	8.79	9.86	11.16
交易性金融资产	170	710	1010	1010	估值比率				
应收票据及应收账款	728	669	650	671	PE	27.73	24.26	19.38	15.80
预付款项	61	99	106	107	PB	2.53	2.34	2.09	1.85
存货	343	334	317	297	现金流量表				
流动资产合计	3730	4155	5240	6459	净利润	442	505	632	776
固定资产	2409	2285	2151	2018	折旧和摊销	193	165	164	164
在建工程	99	134	144	152	营运资本变动	361	254	276	258
无形资产	231	201	170	139	其他	-1	-15	-6	-6
非流动资产合计	3066	2931	2774	2617	经营活动现金流净额	996	908	1067	1192
资产总计	6796	7085	8014	9076	资本开支	-189	-44	-9	-7
短期借款	0	0	0	0	其他	25	-509	-294	6
应付票据及应付账款	373	369	435	500	投资活动现金流净额	-164	-552	-302	-1
其他流动负债	1408	1307	1538	1759	股权融资	69	20	0	0
流动负债合计	1781	1676	1973	2259	债务融资	-235	0	0	0
其他	81	79	79	79	其他	-2	-131	0	0
非流动负债合计	81	79	79	79	筹资活动现金流净额	-168	-111	0	0
负债合计	1862	1755	2051	2337	现金及现金等价物净增加	664	245	764	1191
股本	585	585	585	585					
资本公积金	98	122	122	122					
未分配利润	3843	4137	4665	5313					
少数股东权益	180	188	199	212					
其他	228	299	392	507					
所有者权益合计	4934	5331	5963	6739					
负债和所有者权益总计	6796	7085	8014	9076					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000