

悦康药业（688658.SH） 羟 A 新药上市申请获 CDE 受理，业绩增量释放在即

2023 年 12 月 20 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

| 日期 | 2023/12/19 |
|--------------|-------------|
| 当前股价(元) | 22.90 |
| 一年最高最低(元) | 27.88/15.51 |
| 总市值(亿元) | 103.05 |
| 流通市值(亿元) | 46.85 |
| 总股本(亿股) | 4.50 |
| 流通股本(亿股) | 2.05 |
| 近 3 个月换手率(%) | 206.13 |

股价走势图



相关研究报告

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

● 注射用羟基红花黄色素 A 新药 NDA 受理，核心大单品放量在即

2023 年 12 月 19 日，CDE 受理公司的中药 1.2 类新药“注射用羟基红花黄色素 A”上市申请，可有效治疗急性缺血性脑卒中。产品成功上市后有望借助公司注射剂渠道优势快速放量，带来业绩新增量。考虑到集采及行业政策影响，我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.80/3.16/4.49 亿元(原预计 2023-2024 年为 6.86/8.31 亿元)，EPS 分别为 0.40/0.70/1.00 元/股，当前股价对应 PE 分别为 57.2/32.6/22.9 倍，维持“买入”评级。

● “羟基红花黄色素 A”纯度高稳定性好，新药临床疗效明显

产品质量方面，注射用羟基红花黄色素 A 是通过对红花中抗脑梗塞的有效单体成分“羟 A”进行高度提纯（纯度达 97%以上），并采用冻干粉针制剂工艺使成分保持稳定。临床疗效方面，2023 年 1 月，全国 45 家中心 III 期临床试验研究达到方案预设的主要研究终点，结果显示对于急性缺血性脑卒中患者，注射用羟基红花黄色素 A 在主要和次要疗效指标均显著优于安慰剂组。

● 存量品种业绩稳健，集采影响逐渐出清

银杏叶提取物注射液是公司的核心品种，集采背景下业绩短期承压但需求稳健；针对头孢类、二甲双胍和奥美拉唑产品，公司积极布局原料及辅料生产线，形成了原料、制剂一体化优势，降低生产成本、保障原料供应，增强集采下的核心竞争力，集采影响已逐步出清，未来有望轻装上阵，迎来业绩稳健增长。

● 在研管线丰富，科学前沿化布局，单品“组合拳”助力业绩持续增长

短期来看，两款中药 1.1 类新药，复方银杏叶片（治疗血管性痴呆）和紫花温肺止嗽颗粒（治疗感染后咳嗽）分别于 2023 年 10 月和 11 月到达 III 期临床研究主要终点，临床试验效果优异，有望在 2024 年陆续申报上市。长期来看，公司自 2021 年起积极布局 mRNA 疫苗和小核酸药物，建设研发平台并向外推进 LNP 递送系统授权使用；2022 年引进多项多肽药物研发管线，全方位拓展管线版图。

● 风险提示：政策及市场风险，产品未能通过上市审批风险，药品申报上市速度不及预期，研发创新进展不及预期。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,966 | 4,542 | 4,619 | 5,006 | 5,681 |
| YOY(%) | 14.4 | -8.5 | 1.7 | 8.4 | 13.5 |
| 归母净利润(百万元) | 545 | 335 | 180 | 316 | 449 |
| YOY(%) | 23.3 | -38.6 | -46.2 | 75.5 | 41.9 |
| 毛利率(%) | 69.2 | 64.6 | 67.3 | 67.9 | 69.7 |
| 净利率(%) | 10.9 | 7.5 | 3.9 | 6.3 | 7.9 |
| ROE(%) | 13.8 | 8.5 | 4.9 | 8.5 | 11.6 |
| EPS(摊薄/元) | 1.21 | 0.74 | 0.40 | 0.70 | 1.00 |
| P/E(倍) | 18.9 | 30.8 | 57.2 | 32.6 | 22.9 |
| P/B(倍) | 2.6 | 2.6 | 2.8 | 2.8 | 2.7 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4066 | 3901 | 2724 | 2985 | 2934 | 营业收入 | 4966 | 4542 | 4619 | 5006 | 5681 |
| 现金 | 2436 | 1657 | 1977 | 1934 | 2073 | 营业成本 | 1527 | 1606 | 1510 | 1605 | 1719 |
| 应收票据及应收账款 | 866 | 1284 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 64 | 54 | 56 | 61 | 70 |
| 其他应收款 | 9 | 11 | 10 | 13 | 13 | 营业费用 | 2327 | 1978 | 2005 | 2153 | 2437 |
| 预付账款 | 30 | 60 | 31 | 67 | 45 | 管理费用 | 232 | 245 | 259 | 260 | 284 |
| 存货 | 632 | 738 | 551 | 819 | 648 | 研发费用 | 200 | 344 | 360 | 370 | 398 |
| 其他流动资产 | 92 | 151 | 155 | 152 | 156 | 财务费用 | -33 | -33 | 84 | 156 | 211 |
| 非流动资产 | 1661 | 2107 | 2045 | 2069 | 2169 | 资产减值损失 | -41 | -52 | -34 | -40 | -50 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收益 | 45 | 81 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1199 | 1165 | 1172 | 1233 | 1341 | 公允价值变动收益 | 0 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 无形资产 | 277 | 369 | 390 | 416 | 447 | 投资净收益 | 4 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 185 | 574 | 483 | 420 | 381 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 5727 | 6008 | 4769 | 5054 | 5103 | 营业利润 | 637 | 358 | 301 | 350 | 496 |
| 流动负债 | 1682 | 1899 | 974 | 1192 | 1103 | 营业外收入 | 2 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 9 | 228 | 228 | 228 | 261 | 营业外支出 | 9 | 13 | 100 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 800 | 777 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 629 | 350 | 201 | 350 | 496 |
| 其他流动负债 | 873 | 894 | 745 | 964 | 842 | 所得税 | 86 | 11 | 20 | 33 | 45 |
| 非流动负债 | 117 | 112 | 112 | 112 | 112 | 净利润 | 544 | 339 | 181 | 318 | 451 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | -2 | 4 | 1 | 1 | 2 |
| 其他非流动负债 | 117 | 112 | 112 | 112 | 112 | 归属母公司净利润 | 545 | 335 | 180 | 316 | 449 |
| 负债合计 | 1800 | 2011 | 1086 | 1304 | 1215 | EBITDA | 695 | 469 | 285 | 444 | 609 |
| 少数股东权益 | 3 | 8 | 9 | 10 | 12 | EPS(元) | 1.21 | 0.74 | 0.40 | 0.70 | 1.00 |
| 股本 | 450 | 450 | 450 | 450 | 450 | | | | | | |
| 资本公积 | 2645 | 2681 | 2681 | 2681 | 2681 | | | | | | |
| 留存收益 | 829 | 858 | 926 | 995 | 1058 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 3924 | 3989 | 3674 | 3740 | 3875 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5727 | 6008 | 4769 | 5054 | 5103 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 主要财务比率 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 515 | -121 | 971 | 525 | 887 | 成长能力 | | | | | |
| 净利润 | 544 | 339 | 181 | 318 | 451 | 营业收入(%) | 14.4 | -8.5 | 1.7 | 8.4 | 13.5 |
| 折旧摊销 | 138 | 155 | 124 | 138 | 158 | 营业利润(%) | 29.4 | -43.8 | -15.8 | 16.2 | 41.5 |
| 财务费用 | -33 | -33 | 84 | 156 | 211 | 归属于母公司净利润(%) | 23.3 | -38.6 | -46.2 | 75.5 | 41.9 |
| 投资损失 | -4 | -1 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 营运资金变动 | -233 | -736 | 591 | -74 | 86 | | | | | | |
| 其他经营现金流 | 103 | 155 | -10 | -13 | -20 | | | | | | |
| 投资活动现金流 | -201 | -557 | -61 | -162 | -257 | | | | | | |
| 资本支出 | 200 | 548 | 62 | 163 | 258 | 盈利能力 | | | | | |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 69.2 | 64.6 | 67.3 | 67.9 | 69.7 |
| 其他投资现金流 | -0 | -9 | 1 | 1 | 1 | 净利率(%) | 10.9 | 7.5 | 3.9 | 6.3 | 7.9 |
| 筹资活动现金流 | -408 | -102 | -589 | -407 | -524 | ROE(%) | 13.8 | 8.5 | 4.9 | 8.5 | 11.6 |
| 短期借款 | -151 | 219 | 0 | 0 | 33 | ROIC(%) | 31.5 | 11.7 | 7.4 | 13.5 | 19.7 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率(%) | 31.4 | 33.5 | 22.8 | 25.8 | 23.8 |
| 资本公积增加 | 0 | 36 | 0 | 0 | 0 | 净负债比率(%) | -59.3 | -33.7 | -45.5 | -43.6 | -44.7 |
| 其他筹资现金流 | -257 | -357 | -589 | -407 | -557 | 流动比率 | 2.4 | 2.1 | 2.8 | 2.5 | 2.7 |
| 现金净增加额 | -95 | -773 | 320 | -43 | 106 | 速动比率 | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 1.7 | 2.0 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 7.2 | 4.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 2.9 | 3.2 | 6.1 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 1.21 | 0.74 | 0.40 | 0.70 | 1.00 |
| | | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.14 | -0.27 | 2.16 | 1.17 | 1.97 |
| | | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 8.72 | 8.86 | 8.16 | 8.31 | 8.61 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 18.9 | 30.8 | 57.2 | 32.6 | 22.9 |
| | | | | | | P/B | 2.6 | 2.6 | 2.8 | 2.8 | 2.7 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 11.5 | 19.1 | 30.3 | 19.6 | 14.1 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|-------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入 (Buy) | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持 (outperform) | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性 (Neutral) | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持 (underperform) | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好 (overweight) | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性 (Neutral) | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 (underperform) | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn