

# 悦康药业 (688658.SH)

买入 (首次评级)

创新面向未来, 重磅品种羧 A 上市在即

当前价格: 19.14 元

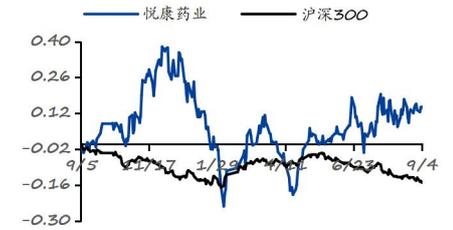
投资要点:

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	450.00/450.00
流通 A 股市值(百万元)	8,613.00
每股净资产(元)	7.94
资产负债率(%)	38.84
一年内最高/最低价(元)	23.79/11.99

### 聚焦大品种, 传统品种集采影响逐步出清有望重回增长轨道

### 一年内股价相对走势



1.心脑血管为公司核心板块, 主要产品为银杏叶提取物注射液: 2022 年来, 湖北与广东联盟集采中多种竞品银杏叶类中成药集采中标, 悦康银杏叶提取物注射剂全国集采流标, 整体销量增速放缓, 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; 老牌中药悦康活心丸(浓缩丸)是国家医保甲类, 国家基药品种。伴随活心丸研发循证推进, 销量有望持续提高; 2.公司消化、糖尿病、抗感染领域诸多传统仿制药品种已陆续被集采, 如奥美拉唑肠溶胶囊被纳入第三批集采, 注射用盐酸头孢吡肟被纳入第七批国家集采, 其余众多早期中标品种已完成续标, 我们预计集采品种在集采执行后的短期影响陆续出清。3.枸橼酸爱地那非片为公司研发的 1.1 类新药, 用于治疗男性 ED。我国两性用药市场空间巨大, 经头豹研究院测算, 预计 2024-2028 年中国抗 ED 药物行业的规模将从 93.1 亿元增至 157.0 亿元。其中, 2023 年西地那非销售额达 57.2 亿元, 爱地那非仍处于市场扩张阶段。

### 团队成员

分析师: 张俊(S0210524040002)  
zj30486@hfzq.com.cn  
联系人: 万喆瑞(S0210123050066)  
wzr30132@hfzq.com.cn

### 多款潜在大品种即将进入收获期

### 相关报告

1.脑卒中: 发病率高, 疾病危害极大, 呈高死亡率、高致残率、高复发率。“注射用羧基红花黄色素 A”作为神经保护剂, 治疗脑卒中市场广阔。同时, 羧 A 治疗急性缺血性脑卒中 III 期临床试验结束, 作用机制明确, 效果显著。NDA 申请已于 2023 年 12 月 19 日获得 CDE 受理。目前, 羧基红花黄色素 A 累计已灭 6 灯, NDA 进展顺利, 获批上市在即。2.“复方银杏叶片” III 期临床试验结束, 已于 2024 年 Q1 进入 NDA 审评阶段。复方银杏叶片缺血性痴采用药机理明确, 临床试验疗效显著; 3) 紫花温肺止咳颗粒: 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

公司深度布局小核酸和多肽等新领域。2023 年公司自主研发的首款小干扰核酸药物 YKYY015 完成候选化合物确认并推向了临床前研究。公司治疗原发性肝癌的国内首款反义核酸药物 CT102 正在中国人民解放军总医院第五医学中心开展临床 IIa 期试验。

### 盈利预测与投资建议

我们预测 2024/2025/2026 年公司营收分别为 43.5/47.8/54.0 亿元, 增速为 4%/10%/13%。2024/2025/2026 年公司净利润分别为 3.0/4.1/5.1 亿元, 增速为 63%/35%/27%。我们看好悦康药业产品梯队层次丰富老品种短期承压初步出清, 羧 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, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 风险提示

产品销售和推广不及预期风险, 重点产品集采降价幅度超预期风险, 研发失败或进度不及预期风险, 原材料价格波动的风险。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,542	4,196	4,353	4,782	5,398
增长率	-9%	-8%	4%	10%	13%
净利润(百万元)	335	185	301	406	514
增长率	-39%	-45%	63%	35%	27%
EPS(元/股)	0.74	0.41	0.67	0.90	1.14
市盈率(P/E)	25.7	46.6	28.6	21.2	16.8
市净率(P/B)	2.2	2.4	2.3	2.1	1.9

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 悦康药业：产品主导，研发与营销双轮驱动	3
2 深耕心血管领域，重磅大品种即将进入收获期	6
2.1 心血管产品布局丰富，大单品上市在即	6
2.2 银杏叶提取物注射液：仍为公司拳头产品	8
2.3 活心丸：重研发循证，销量持续提高	11
2.4 羟基红花黄色素 A：作用机制明确，获批上市在即	11
2.5 复方银杏叶片：公司银杏叶中成药新布局	13
3 传统药物集采负面影响逐步出清，新品种布局持续深入	14
3.1 仿制药大品种应采尽采，短期影响已出清	14
3.2 爱地那非：1类 ED 新药，市场空间巨大	14
3.3 深度布局小核酸、多肽等新领域	15
4 盈利预测	17
4.1 投资建议	18
5 风险提示	18

## 图表目录

图表 1：公司发展历史	3
图表 2：悦康药业股权结构图（截至 2024 年一季度）	4
图表 3：公司主要产品情况	4
图表 4：营收收入（亿元）	5
图表 5：公司归母净利润（亿元）	5
图表 6：公司毛利率与净利率情况（%）	5
图表 7：公司费用率情况（%）	5
图表 8：公司研发费用情况	6
图表 9：公司研发人员情况	6
图表 10：公司在研项目情况	6
图表 11：2020 年中国农村居民主要疾病死因构成比	7
图表 12：2020 年中国城市居民主要疾病死因构成比	7
图表 13：中国公立医疗机构终端中成药心脑血管疾病用药的销售情况（万元）	8
图表 14：中国零售药店终端心脑血管中成药销售情况（亿元）	8
图表 15：公司心脑血管产品领域布局	8
图表 16：银杏叶提取物注射剂	9
图表 17：银杏叶提取物注射液临床应用中国专家共识（2019）	9
图表 18：银杏叶注射剂相关指南及杂志	9
图表 19：银杏叶提取物注射液销售额情况	10
图表 20：银杏叶提取物注射液销量情况	10
图表 21：悦康®活心丸（浓缩丸）	11
图表 22：活心丸销量情况（万粒）	11
图表 23：羟基红花黄色素 A 化合物分子式	12
图表 24：红花治疗缺血性脑卒中的机制	12
图表 25：公司集采化药	14
图表 26：中国抗 ED 药物市场销售规模（亿元）	14
图表 27：60 岁以下男性 ED 患病情况	14
图表 28：公司核心技术平台	15
图表 29：公司业绩拆分预测表	17
图表 30：可比公司估值表	18
图表 31：财务预测摘要	19



## 1 悦康药业：产品主导，研发与营销双轮驱动

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，成立于2001年，2020年12月在上交所科创板上市。公司主营业务涵盖药品研发、制造、流通销售全产业链条，具备原料、辅料、制剂全产业链的生产能力；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、中药两大类型二百多个批件；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。

图表 1：公司发展历史

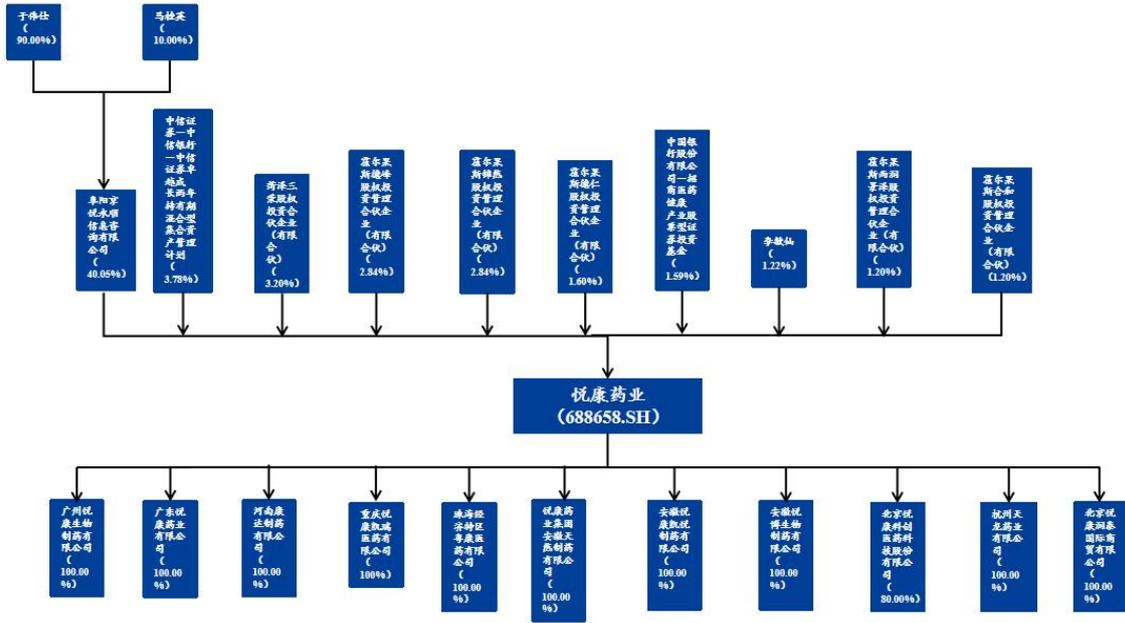


数据来源：公司官网，公司招股书，华福证券研究所

**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，马桂英（董事长配偶）持有阜阳京悦10%股权，控股公司阜阳京悦持有悦康药业40.05%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。



图表 2: 悦康药业股权结构图 (截至 2024 年一季度)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

公司业务涵盖药品研发、制造、流通和销售全产业链，上市批准产品数量丰富，覆盖心脑血管、消化系统、抗感染、内分泌、抗肿瘤以及生殖健康等用药领域，其中核心产品银杏叶提取物注射液、奥美拉唑肠溶胶囊、盐酸二甲双胍缓释片等主要产品市场占有率处于行业优势地位。

图表 3: 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	处方药	国家基药目录	国家医保	省级医保
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、周围血液循环障碍	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

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所



业绩上，2017-21 年增长稳健，22 年以来受集采影响承压。2023 年公司实现营业收入 42.0 亿元，同比降低 7.6%，归母净利润 1.9 亿元，同比降低 38.6%，扣非净利润 1.3 亿元，同比降低 50.9%。2024Q1 公司实现营收 9.7 亿元，同比降低 14.2%，归母净利润 0.7 亿元，同比降低 18.7%，扣非净利润 0.7 亿元，同比降低 22.2%。

图表 4: 营业收入 (亿元)



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 5: 公司归母净利润 (亿元)

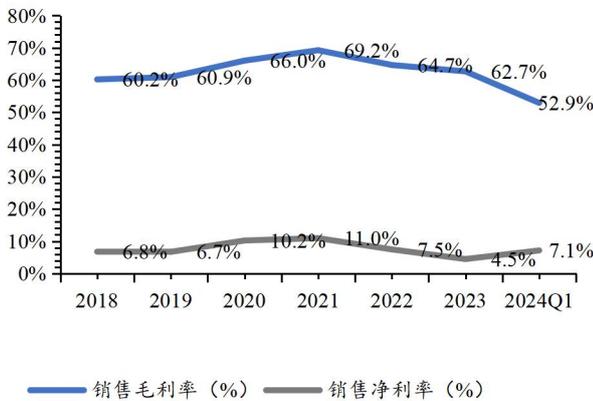


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

自 2022 年以来，受部分产品集采影响，公司毛利率与净利率有所下滑。2023 年毛利率为 62.7%，净利率为 4.5%，2024Q1 毛利率为 52.9%，净利率为 7.1%。

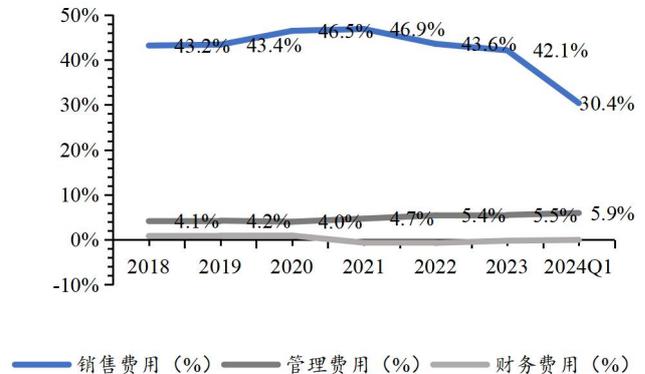
销售费用率受集采等影响持续下降，其余费用情况基本保持稳定。2023 年销售费用率为 42.1%，管理费用率为 5.5%，财务费用率为-0.2%，2024Q1 销售费用率为 30.4%，管理费用率为 5.9%，财务费用率为-0.1%。

图表 6: 公司毛利率与净利率情况 (%)



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 公司费用率情况 (%)



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

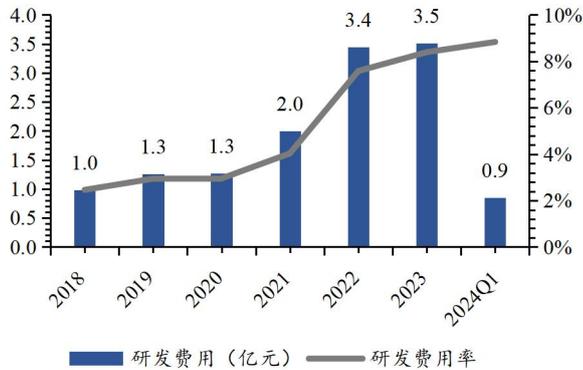
公司积极布局研发管线，持续加大研发投入，实现创新转型及创新升级。



2023 年研发费用为 3.5 亿元，研发费用率为 8.4%，较 2022 年增加 0.81pct。

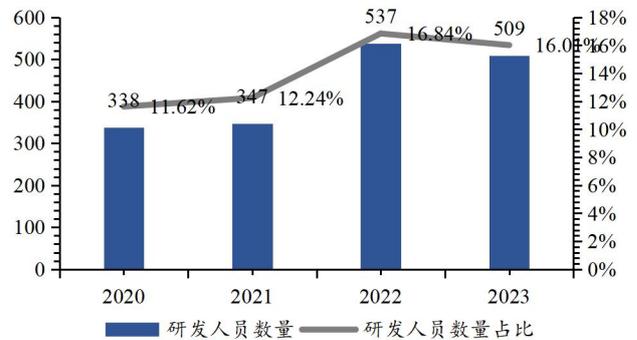
2024Q1 研发费用为 0.9 亿元，研发费用率为 8.8%。2023 年研发人员 509 人，占比 16.01%。未来公司持续保持高比例研发投入有力支撑研发项目的加快推进。

图表 8: 公司研发费用情况



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 公司研发人员情况



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

截至 2023 年，公司共有 46 项研发项目，包括 18 项在研创新药和 28 项在研仿制药及一致性评价项目。公司已累计获得 254 项专利。公司在小核酸药物和 mRNA 疫苗的研发及中试生产平台建设方面取得了显著进展，公司的创新药研发领域得到了进一步拓展，现已涵盖小核酸、mRNA 疫苗、多肽、小分子化药、特色中药制剂等主流药物开发领域，极大地丰富了公司的产品线。

图表 10: 公司在研项目情况

研发项目	药品名称	注册分类	适应症	是否处方药	研发阶段
新药项目	CT102	化药 1 类	原发性肝癌	是	临床 IIa 期
	YKYY017	化药 1 类	广谱冠状病毒	是	临床 II 期
	YKYY015	化药 1 类	高胆固醇血症	是	临床前
	硫酸氢乌莫司他胶囊及原料药	化药 1 类	胰腺癌	是	临床 II 期
中药项目	注射用羟基红花黄色素 A 及原料药	中药 1 类	急性缺血性脑卒中	是	NDA
	复方银杏叶片	中药 1 类	血管性痴呆	是	NDA
	紫花温肺止咳颗粒	中药 1 类	感冒后咳嗽	是	NDA
	培土清心颗粒	中药 1 类	儿童特应性皮炎	是	临床 II 期
	和肤止痒凝胶	中药 1 类	银屑病	是	临床前

数据来源: 公司 2023 年年报, 华福证券研究所

## 2 深耕心血管领域，重磅大品种即将进入收获期

### 2.1 心血管产品布局丰富，大单品上市在即

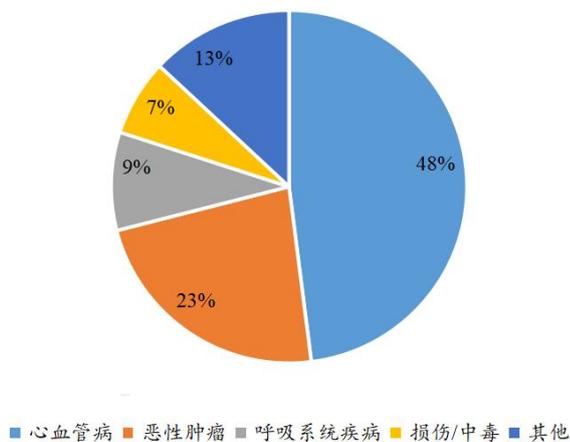
心脑血管疾病是心脏血管和脑血管疾病的统称，泛指由于高脂血症、血液黏稠、



动脉粥样硬化、高血压等所导致的心脏、大脑及全身组织发生的缺血性或出血性疾病。

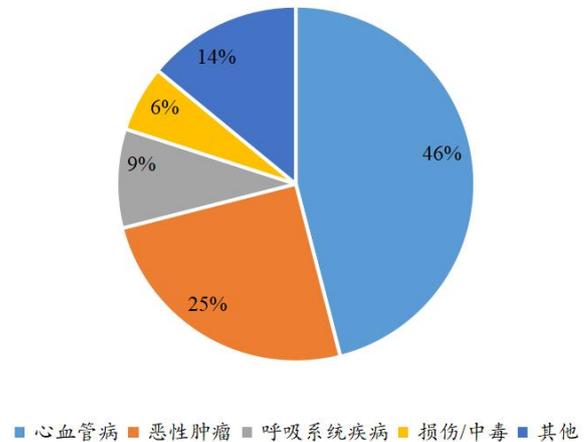
常见的心血管疾病包括冠状动脉粥样硬化、急性心肌梗死、心律失常、心力衰竭、心源性猝死等。常见的脑血管疾病包括脑动脉硬化、脑血管狭窄、脑血栓形成、脑栓塞和脑出血等。在我国城乡居民疾病死亡构成比中，心血管疾病（CVD）占首位，2020年分别占农村、城市死因的48.0%和45.9%；缺血性心脏病、出血性脑卒中和缺血性脑卒中是我国心血管病死亡的三大主要原因。目前，我国心血管病患病率处于持续上升阶段，据丁香园援引《中国心血管健康与疾病报告2022》推算我国CVD现患人数3.3亿，其中脑卒中1300万，冠心病1139万。

图表 11：2020 年中国农村居民主要疾病死因构成比



数据来源：丁香园，《中国心血管健康与疾病报告2022》，华福证券研究所

图表 12：2020 年中国城市居民主要疾病死因构成比

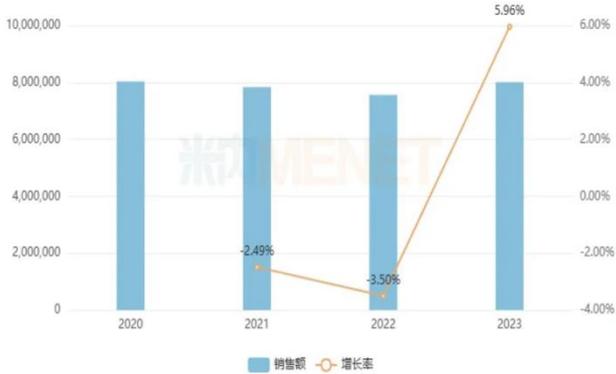


数据来源：丁香园，《中国心血管健康与疾病报告2022》，华福证券研究所

心脑血管中成药以银杏类、丹参类、三七类、川芎类中成药为主，具有副作用低、多靶点、多重功效的特点，适合慢性心脑血管疾病的治疗。心脑血管中成药近年院内市场规模下降，院外零售市场规模持续增长。据米内网数据显示，心脑血管中成药在2022年中国公立医疗机构终端市场规模超过800亿元，2023年上半年同比增长12.42%。

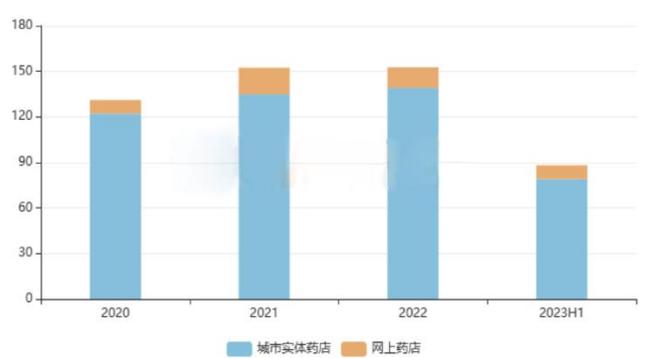


图表 13: 中国公立医疗机构终端中成药心脑血管疾病用药的销售情况 (万元)



数据来源: 米内网中国公立医疗机构药品终端竞争格局, 华福证券研究所

图表 14: 中国零售药店终端心脑血管中成药销售情况 (亿元)



数据来源: 米内网格局数据库, 华福证券研究所

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, 公司全力推进注射用羟基红花黄色素 A、复方银杏叶片的上市申请

图表 15: 公司心脑血管产品领域布局

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	NDA	急性缺血性脑卒中
复方银杏叶片	NDA	轻、中度血管性痴呆 (瘀阻脑络证)

数据来源: 公司招股书, 公司年报, 公司官网, 华福证券研究所

## 2.2 银杏叶提取物注射液: 仍为公司拳头产品

银杏叶提取物注射液为公司独家医保品种, 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。

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。同时银杏



叶提取物注射液受到《中国脑血管病防治指南》、《中国痴呆与认知障碍诊治指南》、《MIMS 心血管疾病用药指南 2018/2019》、《前庭疾病国际分类方向下眩晕疾病的临床诊疗思维及治疗原则》、《良性阵发性位置性眩晕诊断和治疗指南(2017)》、《眩晕急诊诊断与治疗专家共识》、《突发性耳聋诊断和治疗指南》、《临床路径释义耳鼻咽喉分册》、《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。

图表 16: 银杏叶提取物注射剂



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 17: 银杏叶提取物注射液临床应用中国专家共识 (2019)



数据来源: 《中华老年医学杂志》, 《银杏叶提取物注射液临床应用中国专家共识 (2019)》, 华福证券研究所

图表 18: 银杏叶注射剂相关指南及杂志

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。

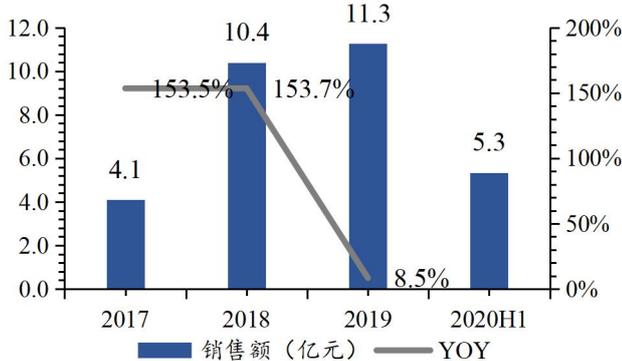


Clinical Practice Guideline: Sudden Hearing Loss	2018	Otolaryngology—Head and Neck Surgery	American Academy of Otolaryngology—Head and Neck	银杏叶提取物含有黄酮和萜类内酯，可防止缺血相关代谢紊乱时自由基的产生，抵消血管收缩；其抗氧化、抗水肿以及血小板活化因子（PAF）拮抗功效对突发性耳聋、听力减退治疗有关键作用。
突发性聋诊断和治疗指南（2015）	2015	中华耳鼻咽喉头颈外科杂志	中华耳鼻咽喉头颈外科杂志编辑委员会，中华医学会耳鼻咽喉头颈外科学分会	可改善血液流动度、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，以及低频、中频、高频听力下降者的分型治疗。
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	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。

数据来源：公司招股书，华福证券研究所

**银杏叶提取物注射液销量稳步提升，集采影响下增速减缓。**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%。销售量上看，2020 年以来银杏叶提取物注射液删除了“限二级及以上医疗机构”的报销范围限制，并且增加了“耳部血流及神经障碍患者”医保报销适应症，2020-2021 持续快速放量，销量分别增长 51%、44%；2022 年来，湖北与广东联盟集采，多种银杏叶类中成药集采中标，悦康银杏叶提取物注射剂全国集采流标，整体销量增速放缓，2022 年与 2023 年销量增速分别为 2%和 5%。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。

图表 19: 银杏叶提取物注射液销售额情况



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

图表 20: 银杏叶提取物注射液销量情况



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

### 2.3 活心丸：重研发循证，销量持续提高

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。活心丸益气活血，温经通脉，主治胸痹、心痛，适用于冠心病、心绞痛。悦康活心丸（浓缩丸）获评广东省名优高新技术产品。

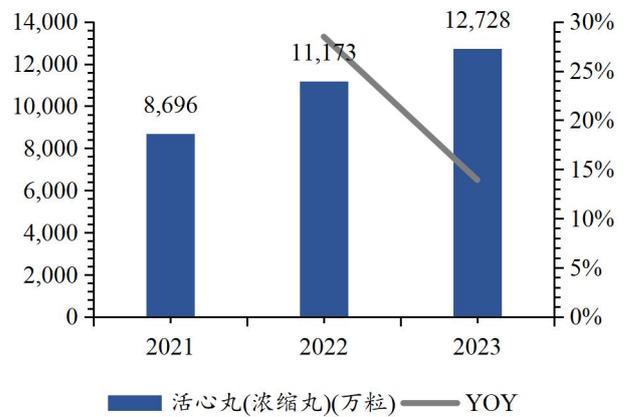
活心丸（浓缩丸）作为悦康药业在中医药领域的代表产品，上市多年来坚持科研，探讨在心血管治疗领域的治疗价值，使更多患者获益。活心丸（浓缩丸）经专家评定被《活血化瘀类中成药合理用药指南》推荐用于治疗冠心病、心绞痛，证据级别 Ia，强推荐。2023 年该品种销量达 1.27 亿粒，同比增长 14%。

图表 21：悦康®活心丸（浓缩丸）



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 22：活心丸销量情况（万粒）



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

### 2.4 羟基红花黄色素 A：作用机制明确，获批上市在即

根据《中国脑血管病杂志》，脑卒中发病率高，疾病危害极大，呈高死亡率、高致残率、高复发率。

高发病率：GBD 数据显示，自 2010 年至 2019 年，中国缺血性卒中的发病率呈现缓慢上涨趋势，已由 2010 年的 129/10 万增至 2019 年的 145/10 万。出血性卒中的发病率出现了缓慢下降，由 2010 年的 61/10 万降至 2019 年的 45/10 万；

高患病率：GBD 数据显示，中国 2010 年缺血性卒中的患病率为 1100/10 万，而 2019 年增加至 1256/10 万。中国 2010 年出血性卒中的患病率为 232/10 万，2019 年下降至 215/10 万；

高死亡率：《中国卫生健康统计年鉴 2020》显示，2019 年我国农村居民卒中粗死亡率为 158.63/10 万，城市居民卒中粗死亡率为 129.41/10 万。卒中现已成为我国农村居民位居第 2 位（占所有死亡病因构成比 22.94%）、城市居民第 3 位（占所有死亡病因构成比 20.61%）的死亡病因。2010 至 2019 年，农村居民卒中粗死亡率呈现波动性上升，并始终高于同期城市居民卒中粗死亡率；



高复发率：中国慢性病前瞻性研究(CKB)对 2004 至 2008 年纳入的 489586 名 35~74 岁、既往无卒中或短暂性脑缺血发作的中国社区居民进行了 9 年随访,期间共 45732 名发生了首次卒中,其中 10%的患者在发病 28d 内死亡,而存活的患者发病后 5 年内的卒中复发率为 41%(其中缺血性卒中复发率为 41%,脑出血复发率为 44%,蛛网膜下腔出血复发率为 22%),其中发病后 1 年内卒中复发率为 17%。

**脑出血的治疗:大多数的患者均以内科治疗为主,如果病情危重或发现有继发原因,且有手术适应证者,则应该进行外科治疗:**

内科治疗,首先要监控、维持相应指标:脑出血患者在发病后的最初数天病情往往不稳定,应常规予以持续生命体征监测、神经系统评估、持续心肺监护,包括袖带血压监测、心电图监测、氧饱和度检测。此外要针对性做好血压、血糖、体温管理。

药物治疗: 1) 止血治疗: 重组VIIa 因子、氨甲环酸; 2) 神经保护剂: 自由基清除剂 NXY-059; 3) 中药制剂; 4) 其他病因及并发症治疗;

手术治疗: 外科手术以其快速清除血肿、缓解颅高压、解除机械压迫的优势成为高血压脑出血治疗的重要方法,主要包括: 1) 开颅血肿清除术、2) 微创手术、3) 去骨瓣减压术。

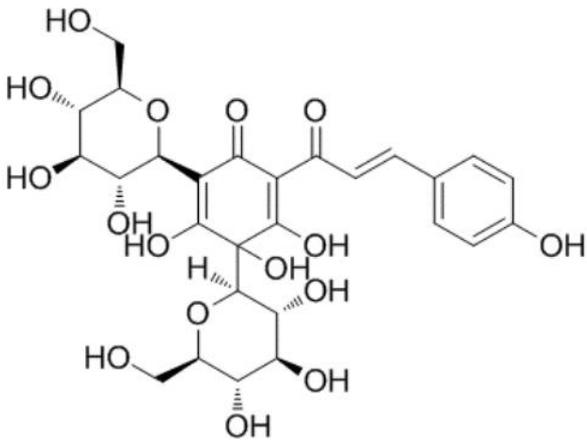
据《中华神经科杂志》2024 年 6 月最新发布的《中国急性缺血性卒中诊治指南 2023》推荐了血管再通治疗、抗血小板治疗、抗凝治疗等多种急性期治疗方法。指南指出急性缺血性卒中的治疗包括以下多个方面: 血管再通治疗、抗血小板治疗、抗凝治疗、降纤治疗、扩容治疗、扩血管治疗、其他改善循环药物、他汀药物、神经保护治疗、非药物治疗、传统医药、营养治疗、康复治疗等。

其中,神经保护剂有望更好的改善脑卒中的预后情况。脑卒中的最佳治疗为手术溶栓、取栓,但是对治疗窗口期有严格的要求。神经保护剂是能够减少大脑病理状态下的应激反应,降低炎症损伤,促进神经细胞再生和修复,预防,治疗脑卒中和改善脑卒中预后的一类药物总称。指南表明:神经保护剂的疗效和安全性尚需要开展更多高质量临床试验进一步探索(I 级推荐, B 级证据)。2. 在临床工作中,依据 RCT 研究结果,个体化应用依达拉奉右莰醇、银杏内酯以及银杏二萜内酯葡胺(II 级推荐, B 级证据)。

羟基红花黄色素 A 为公司中药 I 类新药。红花作为活血化瘀的传统中药,已有二千五百多年的应用历史。羟基红花黄色素 A 是从药用红花中分离提取得到的一种单查尔酮苷类化合物,也是红花活血化瘀功效中最有效的水溶性成分。

图表 23: 羟基红花黄色素 A 化合物分子式

图表 24: 红花治疗缺血性脑卒中的机制



数据来源：化源网，华福证券研究所

作用	药理机制
减轻炎症反应	能够调控核转录因子(nuclear factor,NF)-KB、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-KB/核首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/诱导性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-3B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

数据来源：《中国中药杂志》，《红花治疗缺血性脑卒中的机制研究进展》陈俊仁、谢晓芳等，华福证券研究所

**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。

“注射用羟基红花黄色素A”治疗急性缺血性脑卒中III期临床试验结束，NDA申请已于2023年12月19日获得CDE受理。目前，羟基红花黄色素A累计已灭6灯，NDA进展顺利，获批上市在即。

## 2.5 复方银杏叶片：公司银杏叶中成药新布局

血管性认知障碍(VCI)是指主要由脑血管病及其危险因素导致的认知功能障碍，包括从轻度认知障碍到痴呆的整个过程，可以与阿尔茨海默病(AD)等神经退行性疾病共病。根据中国医学杂志《中国血管性认知障碍诊治指南(2024版)》，我国60岁及以上人群中痴呆患病率为6.0%，其中血管性痴呆(VaD)为1.6%，是仅次于AD的常见痴呆类型；我国65岁及以上人群中轻度认知障碍(MCI)患病率为20.8%，其中脑血管病及血管危险因素相关的MCI为8.7%，占MCI总体的42%。

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。

目前公司“复方银杏叶片”III期临床试验结束，已于 2024 年一季度正式获得 CDE 受理 NDA 申请，进入 NDA 审评阶段。

### 3 传统药物集采负面影响逐步出清，新品种布局持续深入

#### 3.1 仿制药大品种应采尽采，短期影响已出清

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，注射用盐酸头孢吡肟被纳入第七批国家集采，其余众多早期中标品种已完成续标，我们预计集采品种在集采执行后的短期影响陆续出清。

图表 25: 公司集采化药

治疗领域	产品	集采情况
消化系统	奥美拉唑肠溶胶囊	第三批集采续签
糖尿病	盐酸二甲双胍缓释片	第三批集采
抗感染	盐酸特比萘芬片	国采第四批续签
	阿莫西林胶囊	国采第二批续签
	氟康唑片	国采第二批续签
	注射用盐酸头孢吡肟	国采第七批

数据来源：医药魔方，华福证券研究所

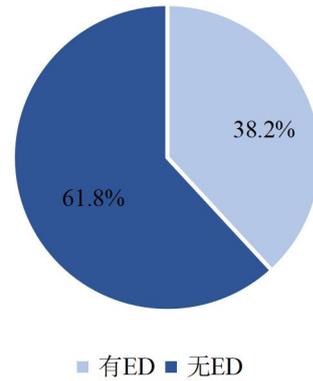
#### 3.2 爱地那非：1 类 ED 新药，市场空间巨大

两性用药市场空间巨大，经头豹研究院测算，2019-2023 年中国抗 ED 药物的行业规模实现从 42.8 亿元到 78.9 亿元的增长，预计 2024-2028 年中国抗 ED 药物行业的规模将从 93.1 亿元增至 157.0 亿元。

口服 PDE5 抑制剂药物是治疗 ED 的首选方式，我国目前已经批准了 5 种选择性 PDE5i 或其仿制剂治疗 ED，分别是西地那非、他达拉非、伐地那非、阿伐那非和爱地那非。其中，2023 年中国西地那非药品销售额规模达到 57.2 亿元，占据整体的比重为 72.5%，爱地那非仍处于市场扩张阶段。

图表 26: 中国抗 ED 药物市场销售规模（亿元）

图表 27: 60 岁以下男性 ED 患病情况



数据来源：头豹研究院，华福证券研究所

数据来源：头豹研究院，华福证券研究所

**枸橼酸爱地那非片为公司研发的 1.1 类新药。**用于治疗男性勃起功能障碍(ED)，其通过抑制磷酸二酯酶 5 (PDE5) 水解 cGMP 发挥作用。在性刺激时，阴茎海绵体血管内皮细胞一氧化氮合成酶 ( NOS) 催化 L-精氨酸合成一氧化氮 (NO) ，后者激活鸟苷酸环化酶使环磷酸鸟苷 (cGMP) 合成增加，继而引起阴茎海绵体平滑肌和阴茎小动脉平滑肌的松弛，血液注入阴茎海绵窦，使阴茎勃起。本品可在 NO 存在时舒张海绵体平滑肌，对于勃起指数和海绵体腔内压有改善作用。

### 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。**公司已形成了以核酸创新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、分析质控平台；以多肽药物为基础的多肽药物开发平台；以小分子创新药和仿制药为基础的药物晶型研究技术平台、缓控释制剂技术平台、高端药用辅料技术平台、注射剂精细化制备技术平台等 9 大核心技术平台，公司的创新能力持续增强。

2023 年公司的小核酸肝靶向递送技术 GalNAc 取得重大突破，获得两项发明专利授权，该技术已用到了公司小核酸药物管线的开发当中。在核酸药物递送领域公司已获得 10 项发明专利授权，极大地拓宽了公司核酸药物开发的护城河

公司自主研发的首款小干扰核酸药物 YKYY015 完成候选化合确认并推向了临床前研究，该品种发明专利已获得授权。公司治疗原发性肝癌的国内首款反义核酸药物 CT102 正在中国人民解放军总医院第五医学中心开展临床 IIa 期试验。

图表 28: 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、	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



	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。	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段相互作用研究理念，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释控释技术、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 50 $\mu$ m 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晶型药物产品中。	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。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

#### 4 盈利预测

##### 核心假设：

**心脑血管板块：**心脑血管为公司核心板块，主要产品为银杏叶提取物注射液。2022 年来，湖北与广东联盟集采中多种竞品银杏叶类中成药集采中标，悦康银杏叶提取物注射剂全国集采流标，整体销量增速放缓，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；老牌中药活心丸重研发循证，销量持续提高；

我们认为 24 年银杏叶提取物注射液集采流标影响逐步恢复，25 年轻 A、复方银杏叶片等新药有望上市并逐步放量，假设 2024/2025/2026 年公司心血管板块产品收入增速分别为 1.76%/11.16%/15.59%，假设毛利率分别为 93.80%/94.50%/94.30%。

**其他业务板块：**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、降糖类产品毛利及收入占比将保持较低水平，假设 2024/2025/2026 年公司抗感染板块产品收入增速分别为 12%/12%/12%，毛利率分别为 9.5%/9.6%/9.7%；降糖产品板块产品收入增速分别为 0%/0%/0%，毛利率分别为 31%/31%/31%；消化产品板块产品收入增速分别为 -10%/-10%/-10%，毛利率分别为 30.00%/30.00%/30.00%；原料药板块产品收入增速分别为 0%/0%/0%，毛利率分别为 7.80%/7.80%/7.80%。

图表 29：公司业绩拆分预测表

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）		4,541.95	4,196.30	4,352.53	4,781.94	5,398.34
yoy		-8.53%	-7.61%	3.72%	9.87%	12.89%
毛利率		64.65%	62.67%	63.58%	64.45%	65.42%
按业务划分						
心脑血管类	收入	2756.04	2655.17	2701.94	3003.49	3471.75
	yoy	-4.74%	-3.66%	1.76%	11.16%	15.59%
	毛利率	93.77%	92.45%	93.80%	94.50%	94.30%
抗感染	收入	914.36	1020.67	1143.15	1280.33	1433.97
	yoy	-19.89%	11.63%	12.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	7.69%	9.98%	9.50%	9.60%	9.70%
降糖类	收入	242.13	179.24	179.24	179.24	179.24
	yoy	-10.02%	-25.97%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	39.70%	30.61%	31.00%	31.00%	31.00%
原料药	收入	194.32	158.65	158.65	158.65	158.65
	yoy	67.25%	-18.35%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	13.33%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%
消化系统类	收入	307.64	116.53	104.88	94.39	84.95
	yoy	-35.20%	-62.12%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	32.27%	3.86%	30.00%	30.00%	30.00%



数据来源：公司公告，华福证券研究所

#### 4.1 投资建议

我们预测 2024/2025/2026 年公司营收分别为 43.5/47.8/54.0 亿元，增速为 4%/10%/13%。2024/2025/2026 年公司净利润分别为 3.0/4.1/5.1 亿元，增速为 63%/35%/27%。我们选取与悦康药业同样创新力较强，且共同布局化药及中成药的企业一品红、众生药业、方盛制药、天士力作为可比公司，采用相对估值法，24 年可比公司平均 PE 为 24.9X。

我们看好悦康药业产品梯队层次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，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 30：可比公司估值表

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	净利润(亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300723.SZ	一品红	67.2	2.7	3.3	3.9	25.2	20.2	17.2
002317.SZ	众生药业	99.3	2.9	4.3	5.1	34.8	23.1	19.6
603998.SH	方盛制药	51.7	2.4	2.9	3.5	21.5	17.8	14.8
600535.SH	天士力	216.0	11.9	13.2	14.7	18.2	16.3	14.7
可比公司平均值						24.9	19.4	16.6
688658.SH	悦康药业	86.1	3.0	4.1	5.1	28.6	21.2	16.8

数据来源：iFinD，华福证券研究所(注：方盛制药、众生药业盈利预测来自华福医药外发报告，其余公司盈利预测来自 iFinD 一致预期，数据截止 2024/09/05)

## 5 风险提示

**产品销售和推广不及预期风险：**公司心脑血管产品营收占比大，若销售未及预期将对公司业绩产生较大影响。公司其余份额较小的品种若不能实现有效放量，则不利于公司长期发展。

**重点产品集采降价幅度超预期风险：**公司多项化药品种，若进集采续标或新集采品种降价幅度过大会对公司盈利能力产生影响。

**研发失败或进度不及预期风险：**公司新产品存在研发失败或不及预期的风险，会对公司的经营产生较大影响。

**原材料价格波动的风险：**中药材价格波动，原材料价格变化将影响产品的利润空间。



图表 31: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,480	1,594	1,773	2,012	营业收入	4,196	4,353	4,782	5,398
应收票据及账款	996	1,033	1,135	1,281	营业成本	1,566	1,585	1,700	1,867
预付账款	73	74	79	87	税金及附加	55	57	62	71
存货	728	736	790	867	销售费用	1,767	1,763	1,913	2,159
合同资产	0	4	3	2	管理费用	230	218	230	248
其他流动资产	148	160	175	203	研发费用	352	366	402	453
流动资产合计	3,425	3,598	3,952	4,450	财务费用	-10	10	9	8
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	14	13	13	13
固定资产	1,452	1,487	1,500	1,491	资产减值损失	-62	-40	-25	-20
在建工程	471	471	481	501	公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1
无形资产	174	187	189	194	投资收益	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	44	44	44	44
其他非流动资产	390	391	393	395	<b>营业利润</b>	<b>232</b>	<b>372</b>	<b>499</b>	<b>629</b>
非流动资产合计	2,487	2,536	2,563	2,582	营业外收入	1	2	2	2
<b>资产合计</b>	<b>5,911</b>	<b>6,134</b>	<b>6,514</b>	<b>7,032</b>	营业外支出	10	10	10	10
短期借款	352	352	352	352	<b>利润总额</b>	<b>223</b>	<b>364</b>	<b>491</b>	<b>621</b>
应付票据及账款	721	730	782	859	所得税	36	59	79	99
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>187</b>	<b>305</b>	<b>412</b>	<b>522</b>
合同负债	30	31	34	38	少数股东损益	3	4	6	8
其他应付款	879	879	879	879	<b>归属母公司净利润</b>	<b>184</b>	<b>301</b>	<b>406</b>	<b>514</b>
其他流动负债	155	152	155	160	EPS (按最新股本摊薄)	0.41	0.67	0.90	1.14
流动负债合计	2,137	2,144	2,202	2,288					
长期借款	55	55	55	55					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	122	122	122	122					
非流动负债合计	177	177	177	177					
<b>负债合计</b>	<b>2,314</b>	<b>2,321</b>	<b>2,379</b>	<b>2,465</b>					
归属母公司所有者权益	3,588	3,799	4,115	4,539					
少数股东权益	10	14	20	28					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,598</b>	<b>3,813</b>	<b>4,135</b>	<b>4,567</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,911</b>	<b>6,134</b>	<b>6,514</b>	<b>7,032</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>785</b>	<b>452</b>	<b>491</b>	<b>548</b>
现金收益	348	498	609	720
存货影响	11	-9	-53	-78
经营性应收影响	337	2	-82	-134
经营性应付影响	112	9	53	77
其他影响	-23	-48	-35	-37
<b>投资活动现金流</b>	<b>-502</b>	<b>-238</b>	<b>-214</b>	<b>-210</b>
资本支出	-470	-231	-213	-207
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-32	-7	-1	-3
<b>融资活动现金流</b>	<b>-432</b>	<b>-100</b>	<b>-99</b>	<b>-98</b>
借款增加	196	0	0	0
股利及利息支付	-505	-109	-109	-109
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-123	9	10	11

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-7.6%	3.7%	9.9%	12.9%
EBIT 增长率	-32.8%	75.3%	33.8%	25.9%
归母公司净利润增长率	-44.8%	62.9%	34.9%	26.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	62.7%	63.6%	64.5%	65.4%
净利率	4.5%	7.0%	8.6%	9.7%
ROE	5.1%	7.9%	9.8%	11.3%
ROIC	5.9%	9.7%	11.9%	13.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	39.1%	37.8%	36.5%	35.1%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	91	75	73	72
存货周转天数	168	166	162	160
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.41	0.67	0.90	1.14
每股经营现金流	1.74	1.00	1.09	1.22
每股净资产	7.97	8.44	9.14	10.09
<b>估值比率</b>				
P/E	47	29	21	17
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	6	4	3	3

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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方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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn