

产品主导，新药布局将进入收获季

——悦康药业首次覆盖报告

核心观点

- 悦康药业：创新转型的国产制药集团。**公司成立于2001年，并于2020年在科创板上市。近年来，存量品种稳健发展，创新药研发进展较快。2021年，1.1类抗ED新药“爱力士”爱地那非获批上市。2023年，羟基红花黄色素A和复方银杏叶片双双NDA获CDE受理。近3年，公司心脑血管药物总营收占比一直在60%上下，毛利率稳定维持在92%-94%之间，业绩受到集采和反腐冲击略有波动。
- 心血管产品优势突出，“悦康通”遥遥领先。**目前，公司共上市86款产品，覆盖心脑血管、消化系统、男科和妇科等领域，其中8款心脑血管药物是主要营收来源。“悦康通”（银杏叶提取物注射剂）作为公司当家产品，市场份额始终领先。2020-2023年，“悦康通”销售数量从1.04亿支增长至1.61亿支（CAGR为15.68%）。此外，活心丸是国家医保和基药目录双料品种，成长势头良好。
- 布局创新平台，单品成果转化开始。**公司注重技术平台，管线布局完善，共有9个核心技术平台，覆盖新药前期靶点发现、高通量筛选、药物制剂和辅料设计、分析质控等环节。公司创新药羟基红花黄色素A于2023年底NDA（上市申报），作为多靶点介导治疗AIS（急性缺血性脑卒中）的天然小分子，临床数据表现较好。参考AIS同类药物“先必新”依达拉奉右莰醇和“恩比普”丁苯酞（2022年销售超60亿元），市场潜力巨大。

盈利预测与投资建议

- 我们看好公司创新技术平台的管线布局，羟基红花黄色素A具备大品种潜力，银杏叶提取物注射剂集采影响也有望得到消化，预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.03/3.96/5.17亿元，对应EPS分别为0.67、0.88和1.15元。我们采用PE估值，参考行业平均市盈率，给予公司2025年29倍PE，对应目标价25.52元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 产品研发注册失败或进度不及预期风险；政策变动风险；市场竞争加剧风险；其他收益变化风险等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,542	4,196	4,245	4,633	5,218
同比增长(%)	-8.5%	-7.6%	1.1%	9.1%	12.6%
营业利润(百万元)	358	232	369	480	625
同比增长(%)	-43.8%	-35.3%	59.3%	30.1%	30.3%
归属母公司净利润(百万元)	335	185	303	396	517
同比增长(%)	-38.5%	-44.9%	63.7%	30.7%	30.8%
每股收益(元)	0.74	0.41	0.67	0.88	1.15
毛利率(%)	64.6%	62.7%	62.0%	62.8%	63.6%
净利率(%)	7.4%	4.4%	7.1%	8.5%	9.9%
净资产收益率(%)	8.5%	4.9%	8.1%	9.9%	12.1%
市盈率	30.9	56.0	34.2	26.1	20.0
市净率	2.6	2.9	2.7	2.5	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（首次）

股价（2024年12月06日）	21.45元
目标价格	25.52元
52周最高价/最低价	25.35/11.87元
总股本/流通A股（万股）	45,000/45,000
A股市值（百万元）	9,653
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024年12月09日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.18	-5.05	14.77	-6.53
相对表现%	-0.26	-3.78	-8.19	-23.4
沪深300%	1.44	-1.27	22.96	16.87



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
赵博宇	zhaoboyu@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020003

目录

一、悦康药业：创新转型的国产制药集团.....	4
1.1 仿制转创新，股权结构稳定.....	4
1.2 业绩有所波动，销售费用率下降.....	5
二、公司核心品类具有竞争优势.....	7
2.1 悦康通：稳居银杏叶提取物注射液龙头.....	9
2.2 活心丸：“医保+基药”双目录，快速突破.....	10
2.3 爱地那非：国内首款抗 ED 1.1 类新药.....	11
三、布局创新平台，多产品将兑现.....	13
3.1 羟基红花黄色素 A：多靶点介导治疗 AIS.....	14
3.2 复方银杏叶片&紫花温肺止咳：中药组方创新.....	16
四、盈利预测和投资建议.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 投资建议和估值.....	19
五、风险提示.....	20

图表目录

图 1: 悦康药业历史沿革	4
图 2: 悦康药业股权结构 (截至 2024 年中报)	4
图 3: 悦康药业主营业务收入构成	5
图 4: 公司营收及同比增长 (2019-2023 年)	6
图 5: 公司归母净利润及同比增长 (2019-2023 年)	6
图 6: 公司各产品线毛利率变化趋势 (2019-2023 年)	6
图 7: 2019-2023 年公司各项费用率及其变化趋势	6
图 8: 银杏叶提取物主要药理活性成分	9
图 9: 公司银杏叶提取物注射剂销售量及增速	10
图 10: 活心丸组方成分及作用	10
图 11: 活心丸销售量及增速	11
图 12: 爱地那非结构式	12
图 13: 爱地那非机理	12
图 14: 2020 年国内抗 ED 药物市场格局	12
图 15: 羟基红花黄色素 A 结构	15
图 16: 羟基红花黄色素 A 涉及的靶点	15
图 17: 羟基红花黄色素 A 与表皮生长因子受体对接相互作用	15
图 18: 羟基红花黄色素 A 与 HIF1A 对接相互作用	15
图 19: 羟基红花黄色素 A 临床效果	15
图 20: 中国卒中发病率 (1/10 万)	16
图 21: 中国卒中患病率 (1/10 万)	16
图 22: 复方银杏叶组方	17
表 1: 公司核心管理层 (截至 2023 年报)	5
表 2: 悦康药业主要上市药品	7
表 3: 银杏叶提取物相关循证	9
表 4: 不同银杏叶提取物产品对比	10
表 5: 爱地那非与其他竞品比较	13
表 6: 悦康药业核心技术平台	13
表 7: 悦康药业主要研发产品进度 (截至 2023 年年报)	14
表 8: 羟基红花黄色素 A 临床安全性	16
表 9: 血管性痴呆发病原因、症状及治疗	16
表 10: 紫花温肺止咳颗粒组分	17
表 11: 可比公司估值表 (2024 年 12 月 6 日收盘价)	19

一、悦康药业：创新转型的国产制药集团

1.1 仿制转创新，股权结构稳定

仿制转型创新的制药集团。公司成立于 2001 年，并于 2020 年在科创板上市。2021 年，“爱力士”获批上市，2022 年与医科院病原所合作开发广谱冠状病毒膜融合抑制剂多肽药物，2023 年羟基红花黄色素 A 和复方银杏叶片上市申请获 CDE 受理。

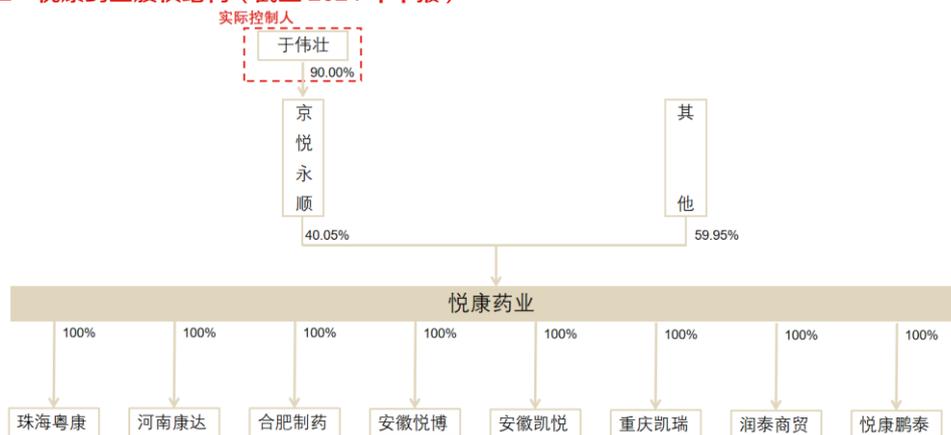
图 1：悦康药业历史沿革



数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司实际控制人为创始人，股权结构稳定。创始人于伟壮通过控制京悦永顺持有悦康药业 40.05% 股份，为公司实际控制人，悦康药业共有 20 个控股子公司，覆盖新药及制剂研发、医药原料、流通销售，布局广泛全面。

图 2：悦康药业股权结构（截至 2024 年中报）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

管理团队经验丰富，覆盖制药多个领域。董事长于伟壮为公司创始人，履历丰富，涉足医疗行业多家官方机构，经验丰富；公司其他高管在不同制药领域深耕，覆盖包括：创新药研发、药物销售、仿制药一致性评价等领域，全面引领公司发展。

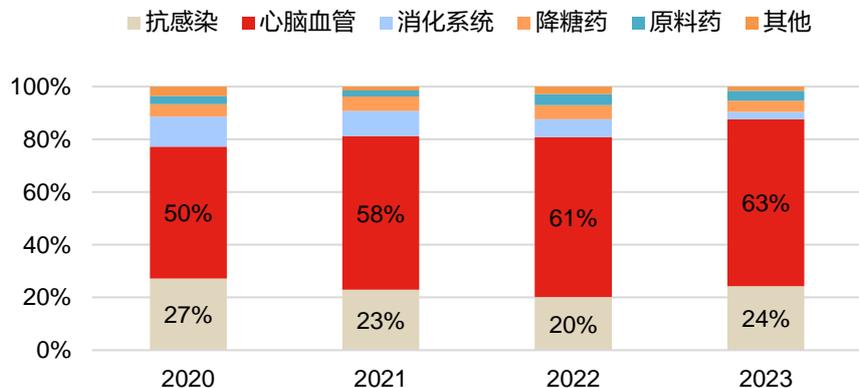
表 1：公司核心管理层（截至 2023 年报）

姓名	职位	教育和工作经历
于伟壮	董事长，董事	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，担任悦康药业董事长。
于飞	董事，总经理	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。
张将	董事，副总经理	2003 年 7 月加入悦康药业，历任化验室主管、质量部经理、厂长等职务。2019 年 5 月起任悦康药业集团股份有限公司董事、副总经理。
张启波	董事，副总经理	2005 年 7 月加入悦康药业，历任销售部大区经理、供应部经理、采购中心总经理等职务。2019 年 5 月至今任悦康药业集团股份有限公司董事。2022 年 8 月至今任悦康药业集团股份有限公司副总经理。
宋更申	董事，副总经理	药理学博士研究生学历，正高级工程师。核酸药物国家地方联合工程中心主任，中国研究型医院学会生物标志物专业委员会副主任委员兼秘书长，中国药学会药用辅料专业委员会副主任委员，中国医药创新促进会药物研发专业委员会委员，中国疫苗行业协会核酸疫苗分会委员，中国药品监督管理研究会仿制药一致性评价监管研究专业委员会委员。

数据来源：中商产业研究院，东方证券研究所

1.2 业绩有所波动，销售费用率下降

心脑血管药物为公司主营产品。自 2020 年公司上市以来，心脑血管药物营收占比从 50% 上升至 2023 年的 63%。主要心脑血管产品包括：银杏叶提取物注射液、活心丸等。除心脑血管领域外，公司经营还涉及抗感染、消化系统、降糖药和原料药等领域。

图 3：悦康药业主营业务收入构成


数据来源：公司公告，东方证券研究所

近三年，业绩有所波动。2019-2021年，公司营收和净利润保持增长。2022年后，由于注射用头孢哌酮钠集采未中标和医疗反腐等因素干扰，业绩下滑。随着羟基红花黄色素 A 上市申请获受理，以及头孢拉定胶囊通过一致性评价，整体经营趋于稳定。

图 4：公司营收及同比增长（2019-2023 年）



数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

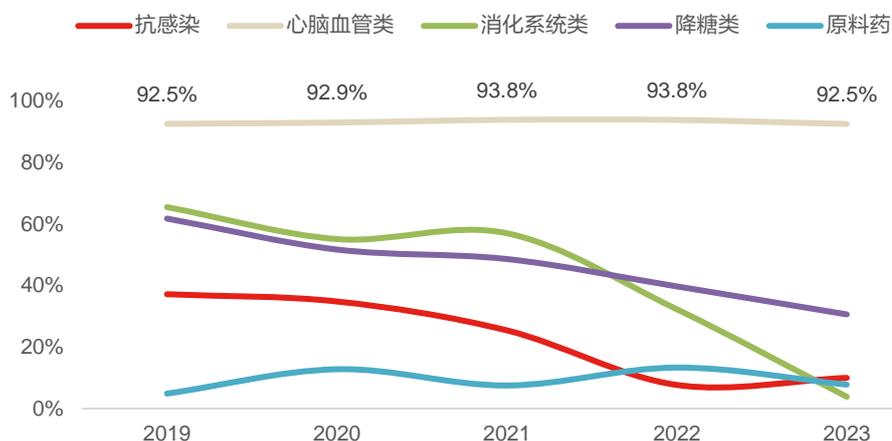
图 5：公司归母净利润及同比增长（2019-2023 年）



数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

心脑血管产品毛利率维持高位，其余有所下降。2019-2023 年，公司心脑血管产品毛利率稳定维持在 92%至 94%之间。抗感染、消化系统及降糖类药物毛利率大幅下降；原料药毛利率在 5%至 13%之间波动。

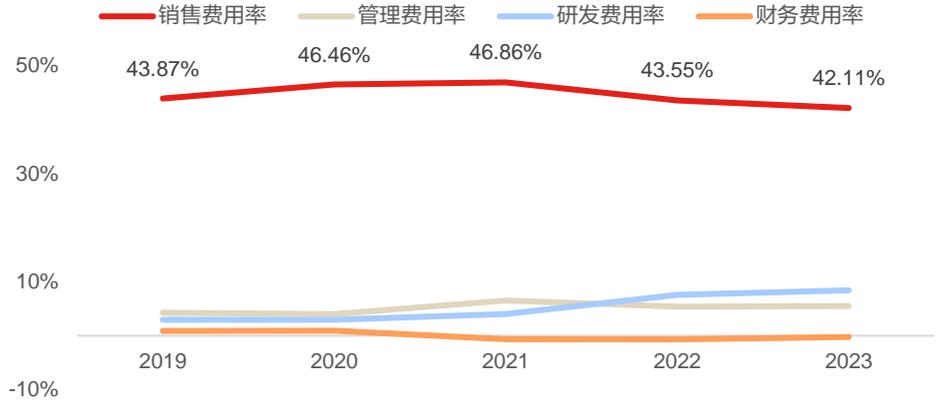
图 6：公司各产品线毛利率变化趋势（2019-2023 年）



数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

销售费用率近年下降，研发费用率有所上升。公司销售费用率自 2020 年 46.46%下降至 2023 年 42.11%；研发费用有上涨趋势，自 2020 年 3%上升至 2023 年 8%，管理费用率在 4%至 6%波动。

图 7：2019-2023 年公司各项费用率及其变化趋势



数据来源：公司公告，东方证券研究所

二、公司核心品类具有竞争优势

目前，公司共上市 86 款产品，覆盖心脑血管、消化系统、内分泌、抗感染、男科和妇科等领域。其中，作为公司主要营收来源心脑血管药物共 8 款，包括：银杏叶提取物注射液、活心丸（浓缩丸）等，其他公司重点产品有：枸橼酸爱地那非片、盐酸二甲双胍缓释片等。

表 2：悦康药业主要上市药品

适应症	药品名	主治功能	医保目录
心脑血管	银杏叶提取物注射液	主要用于脑部、周围血流循环障碍。 1.急慢性脑功能不全及其后遗症：脑卒中、注意力不集中、记忆力衰退、痴呆。 2.耳部血流及神经障碍：耳鸣、眩晕、听力减退、耳迷路综合征。 3.眼部血流及神经障碍：糖尿病引起的视网膜病变及神经障碍、老年黄斑变性、视力模糊、慢性青光眼。 4.周围循环障碍：各种周围动脉闭塞症、间歇性跛行症、手脚麻痹冰冷、四肢酸痛。	医保乙类
	烟酸占替诺注射液	用于缺血性脑血管病,外周血管循环障碍。	-
	葛根素注射液	用于辅助治疗冠心病，心绞痛，心肌梗塞，视网膜动、静脉阻塞，突发性耳聋。	医保乙类
	注射用硝普钠	1.用于高血压急症，如高血压危象、高血压脑病、恶性高血压、嗜铬细胞瘤手术前后阵发性高血压等的紧急降压，也可用于外科麻醉期间进行控制性降压。 2.用于急性心力衰竭，包括急性肺水肿。亦用于急性心肌梗死或瓣膜（二尖瓣或主动脉瓣）关闭不全时的急性心力衰竭。	医保甲类
	注射用磷酸川芎嗪	用于缺血性脑血管疾病(如脑供血不足、脑血栓形成、脑栓塞)。	-
	注射用奥扎格雷钠	用于治疗急性血栓性脑梗死和脑梗死所伴随的运动障碍。	医保乙类
	活心丸（浓缩丸）	适应症：益气活血，温经通脉。主治胸痹，心痛，适用于冠心病、心绞痛	医保甲类
	心力丸	温阳益气，活血化瘀。用于心阳不振、气滞血瘀所致的胸痹心痛、胸闷气短、心悸怔忡、冠心病、心绞痛等。	-
消化系统	奥美拉唑肠溶胶囊	用于胃酸过多引起的烧心和反酸症状的短期缓解。	医保甲类
	拉味替丁胶囊	用于十二指肠溃疡。	-

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	注射用兰索拉唑	用于口服疗法不适用的伴有出血的十二指肠溃疡。 ----- 1. 消化性溃疡出血、吻合口溃疡出血； 2. 应激状态时并发的急性胃黏膜损害、非甾体类抗炎药引起的急性胃黏膜损伤；	医保乙类
	注射用奥美拉唑钠	3. 预防重症疾病（如脑出血、严重创伤等）应激状态及胃手术后引起的上消化道出血等； 4. 作为当口服疗法不适用时下列病症的替代疗法：十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎及 Zollinger-Ellison 综合征。	医保乙类
降糖类	盐酸二甲双胍片	用于单纯饮食控制不满意的 II 型糖尿病病人，尤其是肥胖和伴高胰岛素血症者，用本药不但有降血糖作用，还可能有减轻体重和高胰岛素血症的效果。对某些磺酰脲类疗效差的患者可奏效，如与磺酰脲类、小肠糖苷酶抑制剂或噻唑烷二酮类降糖药合用，较分别单用的效果更好。亦可用于胰岛素治疗的患者，以减少胰岛素用量。	-
	盐酸二甲双胍缓释片	1. 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。 2. 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。	医保乙类
	注射用阿莫西林钠克拉维酸钾	适用于产 β -内酰胺酶的敏感菌所致的下列感染： 1. 上呼吸道感染：鼻窦炎、扁桃体炎、咽炎。 2. 下呼吸道感染：急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作、肺炎、肺脓肿和支气管扩张合并感染。 3. 泌尿系统感染：膀胱炎、尿道炎、肾盂肾炎、前列腺炎、盆腔炎、淋病奈瑟菌尿路感染。 4. 皮肤和软组织感染：疖、脓肿、蜂窝组织炎、伤口感染、腹内脓毒病等。 5. 其它感染：中耳炎、骨髓炎、败血症、腹膜炎和手术后感染。	医保乙类
	注射用青霉素钠	青霉素适用于敏感细菌所致各种感染，如脓肿、菌血症、肺炎和心内膜炎等。	医保甲类
抗感染	头孢氨苄片	适用于敏感菌所致的急性扁桃体炎、咽峡炎、中耳炎、鼻窦炎、支气管炎、肺炎等呼吸道感染、尿路感染及皮肤软组织感染等。	医保甲类
	阿莫西林颗粒	用于敏感菌（不产 β -内酰胺酶菌株）所致呼吸道感染、伤寒及尿路感染等。	医保乙类
	注射用头孢替唑钠	败血症、肺炎、支气管炎、支气管扩张症（感染时）、慢性呼吸系统疾病的继发性感染、肺脓肿、腹膜炎、肾盂肾炎、膀胱炎、尿道炎。	-
	注射用阿奇霉素	1. 由肺炎衣原体、流感嗜血杆菌、嗜肺军团菌、卡他摩拉菌、肺炎支原体、金黄色葡萄球菌或肺炎链球菌引起的需要首先采取静脉滴注治疗的社区获得性肺炎。 2. 由沙眼衣原体、淋病奈瑟菌、人型支原体引起的需要首先采取静脉滴注治疗的盆腔炎。	医保乙类
	注射用头孢唑肟钠	敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染、肺炎链球菌或流感嗜血杆菌所致脑膜炎和单纯性淋病。	医保乙类
	注射用头孢西丁钠	1. 上下呼吸道感染； 2. 泌尿道感染包括无并发症的淋病； 3. 腹膜炎以及其它腹腔内、盆腔内感染。	医保乙类

数据来源：招股说明书，国家卫健委，东方证券研究所

2.1 悦康通：稳居银杏叶提取物注射液龙头

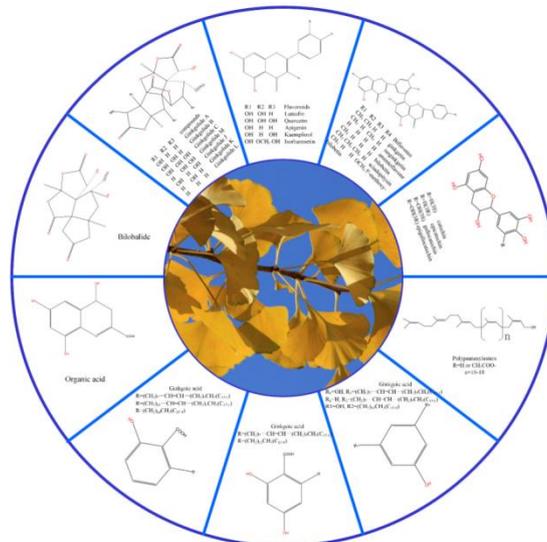
银杏提取物循证充分，药用价值明确。银杏叶含多种化学组分，具有药理活性的成分包括：萜烯、内酯、类黄酮、有机酸和聚戊烯酯。据多项药理学及临床实证研究，银杏叶提取物对卒中、抑郁症、阿尔兹海默等神经类疾病具有治疗效果。银杏内酯等物质有扩张血管，保护血管内皮组织、调节血脂、抑制血栓形成的作用。

表 3：银杏叶提取物相关循证

期刊	文章名	研究结果
CURRENT TOPICS IN NUTRACEUTICAL RESEARCH	Evaluating the Effectiveness of Ginkgo Biloba Extract in Alleviating Dizziness and Improving Nutritional Status in Cerebral Arteriosclerosis Patients	银杏叶提取物具有缓解脑动脉硬化相关眩晕和改善患者营养状况的潜力，为脑动脉硬化的临床治疗提供了一种前景广阔的新型治疗方法。
INDIAN JOURNAL OF PHARMACEUTICAL SCIENCES	Therapeutic Efficacy of Xingnaojing Injection in Conjunction with Ginkgo biloba Extract in Managing Post-stroke Cognitive Impairment	在治疗脑卒中后认知功能障碍方面，兴脑宁注射液与银杏叶提取物的联合使用具有显著的临床疗效。它能有效增强神经和认知功能，同时确保患者的安全。
ADVANCES IN INTEGRATIVE MEDICINE	The clinical efficacy and safety of Ginkgo biloba in vertigo patients: A meta-analysis	添加银杏叶对椎基底动脉供血不足、颈性眩晕和非特异性疾病眩晕患者有较好的临床疗效。
FRONTIERS IN PHARMACOLOGY	Efficacy and safety of ginkgo biloba extract combined with donepezil hydrochloride in the treatment of Chinese patients with vascular dementia: A systematic review meta-analysis	联合疗法优于单独使用多奈哌齐，而且在一些结果上存在显著的统计学差异，包括总有效率的变化率（RR）。
AMERICAN JOURNAL OF CHINESE MEDICINE	Comprehensive Exploration of the Neuroprotective Mechanisms of Ginkgo biloba Leaves in Treating Neurological Disorders	系统而全面地研究 GBLs 治疗 NDs 的药理作用和神经保护机制的论文。所有研究结果都有助于更好地理解 GBLs 治疗 NDs 的疗效和复杂性。

数据来源：Web of Science，东方证券研究所

图 8：银杏叶提取物主要药理活性成分

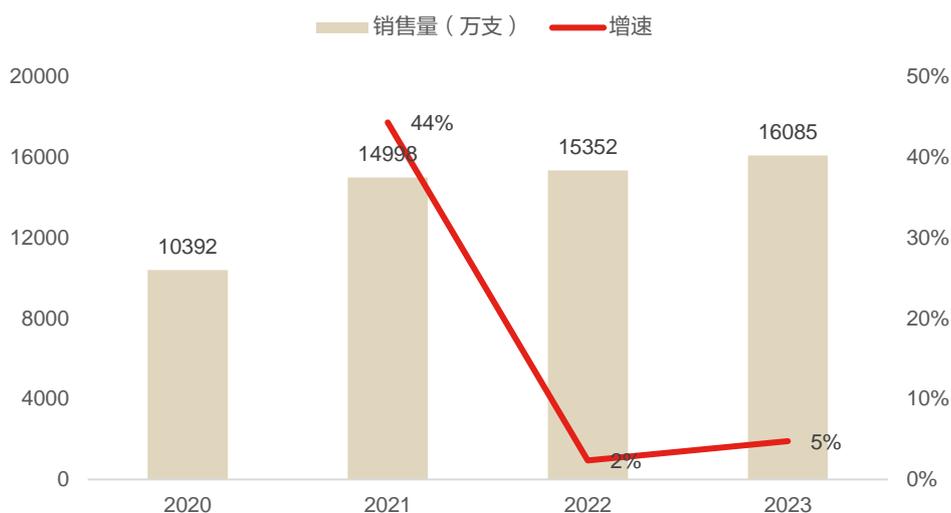


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：AMERICAN JOURNAL OF CHINESE MEDICINE，东方证券研究所

“悦康通”销量稳定增长，市场份额领先。2020-2023 年，公司银杏叶提取物注射液“悦康通”销售数量从 1.04 亿支增长至 1.61 亿支，同比增速分别为：44%/2%/5%。2023 年，“悦康通”销售额达 26.4 亿元，同类竞品“舒血宁”/“尤赛金”销售额分别为 3.7 亿元/9.9 亿元。很显然，“悦康通”市场份额领先，竞争优势明显。

图 9：公司银杏叶提取物注射剂销售量及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：不同银杏叶提取物产品对比

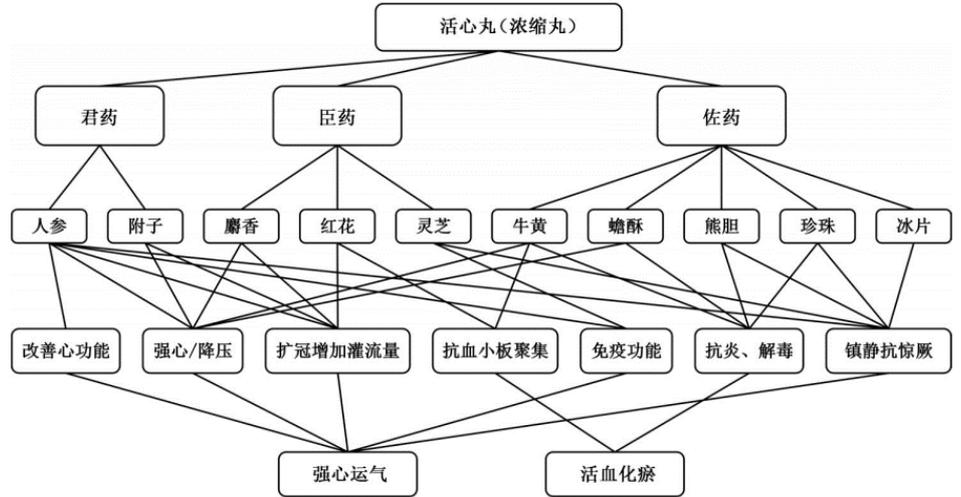
药品名	公司	规格	2023 年院端销售额 (亿元)	用法用量
悦康通	悦康药业	5ml	26.4	每日 1-2 次； 每次 10-20ml
舒血宁	神威药业	5ml	3.7	每日 20ml
尤赛金	康缘药业	5ml	9.9	每日 5ml

数据来源：公司官网，米内网，东方证券研究所

2.2 活心丸：“医保+基药”双目录，快速突破

国家医保和基药目录双料品种。活心丸于 2017 年进入国家医保甲类，并于 2018 年进入国家基药目录。活心丸主要成分含：灵芝、人工麝香、熊胆、红花、体外培育牛黄、珍珠、人参、蟾酥、附子、冰片。根据《天津中医药大学学报》刊登文章，活心丸对冠心病心绞痛、慢性心功能不全、心肌纤维化都有改善和治疗效果。

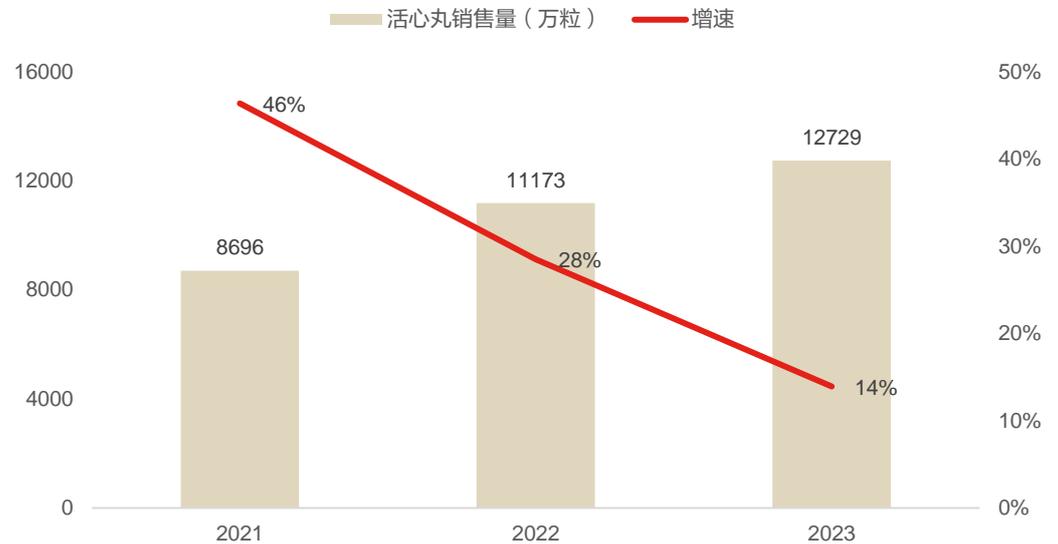
图 10：活心丸组方成分及作用



数据来源：中国实验方剂学杂志，东方证券研究所

活心丸销售量持续增长。2021-2023 年，活心丸销售量自 0.87 亿粒增长至 1.27 亿粒，近三年增速分别为 46%/28%/14%，上市后经过多年循证，活心丸治疗冠心病稳定性心绞痛的效果显著，销售量持续增长。

图 11：活心丸销售量及增速

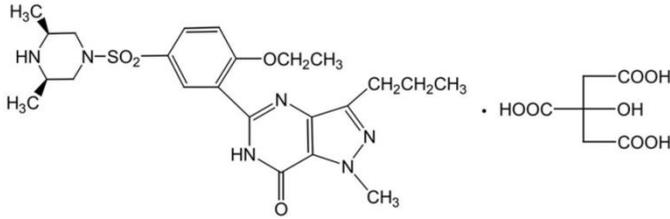


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 爱地那非：国内首款抗 ED 1.1 类新药

爱地那非结构清晰，机理明确。西地那非是最早被发现的 PDE5i（第五型磷酸二酯酶抑制剂），爱地那非同样为 PDE5i，具体机理为：抑制 PDE5，阻断 cGMP 的降解；cGMP 的积累会激活 cGMP 依赖性蛋白激酶 (PKG)，导致细胞内钙水平下降，带来动脉和小梁平滑肌的松弛，进而增加动脉流入量和阴茎勃起的硬度。

图 12：爱地那非结构式

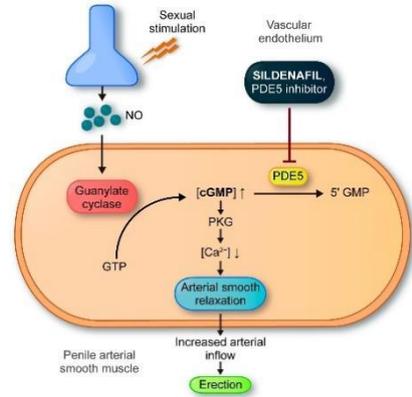


Molecular formula: $C_{23}H_{32}N_6O_4S \cdot C_6H_6O_7$

Molecular weight: 680.74

数据来源：TAU，东方证券研究所

图 13：爱地那非机理

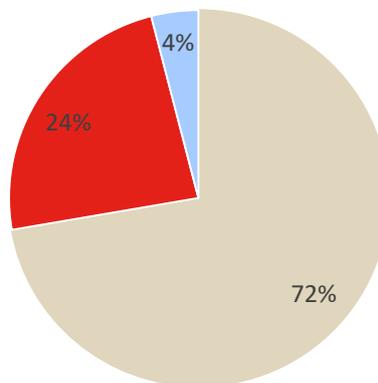


数据来源：frontiers，东方证券研究所

国内抗 ED 药物竞争格局明了，需求稳定充足。2020 年，辉瑞旗下的枸橼酸西地那非占据主要市场份额。根据中华医学会男科学分会数据，我国男性 ED 患者所占的比例在 20%以上，ED 与许多慢性疾病如高血压、糖尿病、高血脂等密切相关，是很多慢性疾病的早期临床表现和危险因素。随着医患教育的不断完善，ED 药物渗透率具备进一步提升空间。

图 14：2020 年国内抗 ED 药物市场格局

■ 西地那非 ■ 他达那非 ■ 其他



数据来源：公司公告，东方证券研究所

枸橼酸爱地那非片药效更佳，不良反应更小。枸橼酸爱地那非对 PDE5 酶高选择性，对 PDE5 酶抑制作用较西地那非更强：是西地那非作用强度的 1.47 倍。爱地那非于 2021 年 12 月在中国批准上市。无相关安全性警告、黑框警告、撤市信息发布，前 3 不良反应发生概率同样低于竞品。

表 5：爱地那非与其他竞品比较

药品名	公司	疗效	单价 (元/ 次)	主要不良反应
爱地那非	悦康药业	轻度、中度及重度 ED 改善率分别为 95.71%、88.54% 和 80.56%；性交成功率 68%	55	潮红（7%）、头晕、头痛
西地那非	辉瑞	83%患者报告了勃起功能改善，这一比例在安慰剂组为 12%	56	头痛（16%）、潮红、上腹部不适
伐地那非	拜耳	已停售	-	头痛（14%）、潮红、鼻塞
他达拉非	礼来	24 小时的时间点，安慰剂组、10mg 和 20mg 他达拉非组的平均每个病人成功性交占有所有尝试的百分比分别为 42%、56%和 67%	34	头痛（15%）、上腹部不适、背痛

数据来源：药品说明书，东方证券研究所

三、布局创新平台，多产品将兑现

九大核心技术平台，全面覆盖新药设计。公司目前共有 9 个核心技术平台，覆盖新药前期靶点发现、高通量筛选、药物制剂和辅料设计、分析质控等环节，覆盖全面。依托创新平台，公司在 2015 和 2016 年获得国家科技进步二等奖。

表 6：悦康药业核心技术平台

技术平台	成果应用
靶点发现平台	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。
高通量筛选平台	序列的筛选技术和候选药物分子的批量快速制备技术。该平台已高效服务于目前小核酸及 mRNA 研发管线的前期药物发现。
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。
分析质控平台	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。
多肽药物开发平台	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。
缓控释制剂技术平台	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产品。
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。
高端药用辅料研发技术平台	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。
心脑血管注射剂精细化制备技术平台	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。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

创仿结合，化药和中药双向驱动。公司创新药与仿制药共同推进，布局较为合理。目前，有 3 款中药创新药：注射用羟基红花黄色素 A、复方银杏叶片和紫花温肺止咳颗粒已进入 NDA，另有 3 款化药进入临床 II 期。同时，还有多款仿制药通过一致性评价。

表 7：悦康药业主要研发产品进度（截至 2023 年年报）

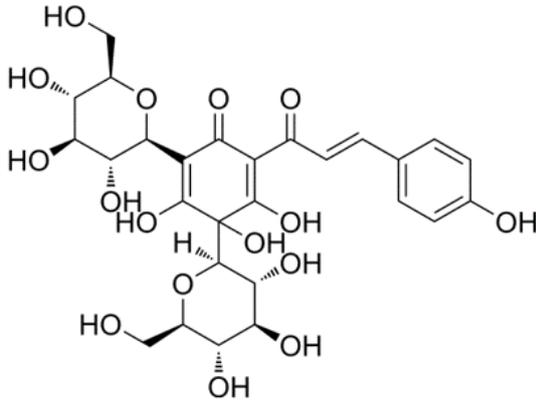
研发项目	产品名	注册分类	适应症	研发阶段
新药项目	CT102	化药 1 类	原发性肝癌	临床 II a 期
	YKYY017	化药 1 类	广谱冠状病毒	临床 II 期
	YKYY015	化药 1 类	高胆固醇血症	临床前
中药项目	硫酸氢乌莫司他胶囊及原料药	化药 1 类	胰腺癌	临床 II 期
	注射用羟基红花黄色素 A 及原料药	中药 1 类	急性缺血性脑卒中	NDA
	复方银杏叶片	中药 1 类	血管性痴呆	NDA
	紫花温肺止咳颗粒	中药 1 类	感冒后咳嗽	NDA
仿制药一致性评价项目	培土清心颗粒	中药 1 类	儿童特应性皮炎	临床 II 期
	和肤止痒凝胶	中药 1 类	银屑病	临床前
	注射用奥美拉唑钠(滴注)	一致性评价	消化系统	通过审评
	注射用头孢唑林钠	一致性评价	抗感染	通过评审
	头孢拉定胶囊	一致性评价	抗感染	通过评审
	利伐沙班原料	仿制药	心血管	通过评审

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.1 羟基红花黄色素 A：多靶点介导治疗 AIS

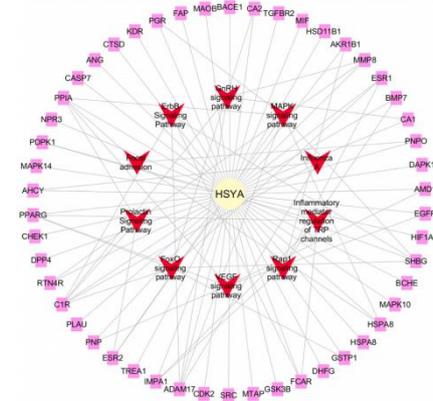
多靶点协同，改善 AIS 及脑损伤。羟基红花黄色素 A 是一种可从中药红花中分离出的黄酮类天然产物。据《European Journal of Pharmacology》的文章报道证实，羟基红花黄色素 A 通过与氧化应激调节、细胞和血管更新相关的多个靶点和途径作用，对急性缺血性脑卒中（AIS）产生影响，同时改善缺血后脑损伤。

图 15: 羟基红花黄色素 A 结构



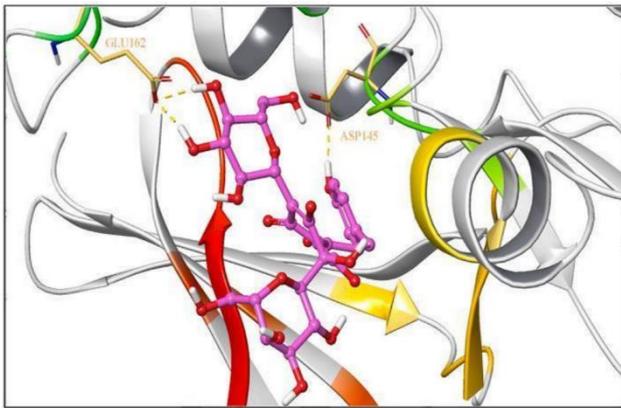
数据来源: European Journal of Pharmacology, 东方证券研究所

图 16: 羟基红花黄色素 A 涉及的靶点



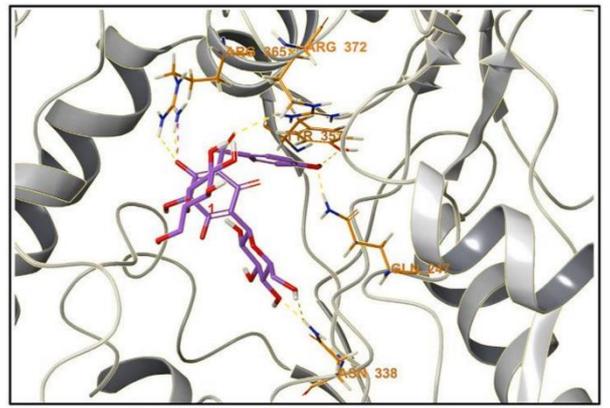
数据来源: European Journal of Pharmacology, 东方证券研究所

图 17: 羟基红花黄色素 A 与表皮生长因子受体对接相互作用



数据来源: European Journal of Pharmacology, 东方证券研究所

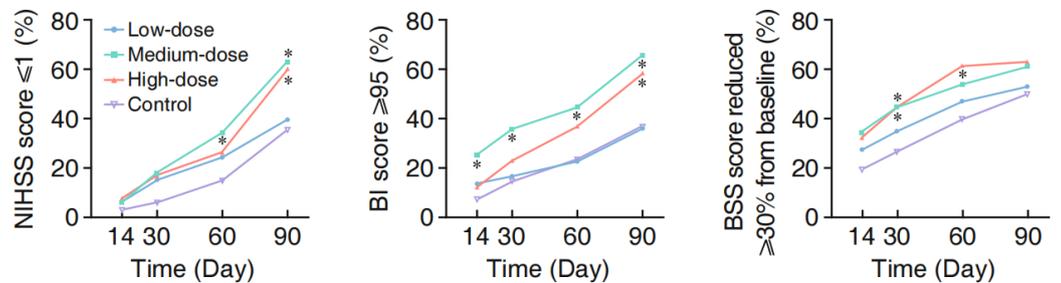
图 18: 羟基红花黄色素 A 与 HIF1A 对接相互作用



数据来源: European Journal of Pharmacology, 东方证券研究所

羟基红花黄色素 A 疗效显著，安全性高。羟基红花黄色素 A II 期临床结果表明：经治疗后，NIHSS（美国国立卫生研究院卒中量表）评分结果显著改善。安全性方面，没有一例因可能与治疗相关的不良反应而退出临床。

图 19: 羟基红花黄色素 A 临床效果



数据来源: Chinese Journal of Integrative Medicine, 东方证券研究所

表 8：羟基红花黄色素 A 临床安全性

Item	Low-dose HSYAI (70 cases)	Medium-dose HSYAI (68 cases)	High-dose HSYAI (69 cases)	Control (71 cases)
Any AEs	36 (51.43)	34 (50.00)	43 (62.32)	40 (56.34)
Possibly related AEs	19 (27.10)	11 (16.17)	15 (21.73)	16 (22.50)
MedDRA system organ class				
Cardiac disorders	4 (5.71)	2 (2.94)	2 (2.90)	1 (1.41)
Eye disorders	0	0	0	1 (1.41)
Gastrointestinal disorders	8 (11.40)	3 (4.41)	1 (1.45)	2 (2.82)
Hepatobiliary disorders	2 (2.86)	2 (2.94)	6 (8.70)	6 (8.45)
Infections	4 (5.71)	1 (1.47)	1 (1.45)	0
Renal and urinary disorders	0	1 (1.47)	4 (5.80)	5 (7.04)
Skin and subcutaneous tissue disorders	2 (2.86)	2 (2.94)	2 (2.90)	2 (2.82)
Death	0	0	0	0
SAEs	0	0	0	0
Withdrawal because of any AEs	0	2 (2.94)	1 (1.45)	1 (1.41)
Withdrawal because of possibly related AEs	0	0	0	1 (1.41)

Notes: HSYAI: Hydroxysafflor Yellow A for Injection; MedDRA: Medical Dictionary for Regulatory Activities; AE: adverse event; SAE: serious adverse event

数据来源：Chinese Journal of Integrative Medicine, 东方证券研究所

AIS 患者众多，市场潜力巨大。国内卒中发病率和患病率稳定，病患人数随老龄人口增加而相应增加。从同类药物表现来看，“先必新”依达拉奉右莰醇于2020年上市，带动先声药业神经系统领域 2022 年收入突破 20 亿元；石药“恩比普”丁苯酞在 2022 年销售已经超过 60 亿元。

图 20：中国卒中发病率（1/10 万）


数据来源：GBD, 东方证券研究所

图 21：中国卒中患病率（1/10 万）


数据来源：GBD, 东方证券研究所

3.2 复方银杏叶片&紫花温肺止咳：中药组方创新

血管性痴呆：与卒中相关的心脑血管病。血管性痴呆常与卒中相伴发生，脑部供血受到影响后，会出现记忆力丧失等症状，并会随病程可能再次发生卒中。我国血管性痴呆患病率为 1.1%-3.0%，年发病率在 5-9 例/1000 人。

表 9：血管性痴呆发病原因、症状及治疗

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

发病原因	症状	治疗
高血压 糖尿病 动脉粥样硬化 心房颤动 曾发生过卒中	血管痴呆症可能会逐步发展 记忆力丧失、计划和启动行动困难、思维迟缓 可能由卒中引起其他症状	相关安全与支持措施 药物：胆碱酯酶抑制剂

数据来源：默沙东诊疗手册，东方证券研究所

复方银杏叶片：疗效确切的经验方。复方银杏叶片由：银杏叶提取物、地龙、淫羊藿、川芎和远志五味中药组成，依托银杏叶提取物对于心脑血管病的明确功效，加入其他传统中药形成经验方。2023年10月，复方银杏叶片的Ⅲ期临床数据展示出优效性，安全性良好。

图 22：复方银杏叶组方



数据来源：公司官网，东方证券研究所

紫花温肺止咳颗粒：针对感冒后咳嗽的经验方新药。紫花温肺止咳颗粒由：紫菀、款冬花、射干、干姜、枳实、荆芥六味药组成，诸药相辅相成，共达疏风止咳、温肺化痰之功效，主治感染后咳嗽（风寒恋肺证）。2023年11月，临床Ⅲ期结束，紫花温肺止咳颗粒在主要疗效指标（治疗14天后，患者咳嗽缓解率）上展现出良好的效果与安全性。

表 10：紫花温肺止咳颗粒组分

组分	功能与主治
紫菀	润肺下气，消痰止咳。用于痰多喘咳，新久咳嗽，劳嗽咳血。
款冬花	润肺下气，止咳化痰。用于新久咳嗽，喘咳痰多，劳嗽咳血。
射干	清热解毒，消痰，利咽。用于热毒痰火郁结，咽喉肿痛，痰涎壅盛，咳嗽气喘。
干姜	温中散寒，回阳通脉，温肺化饮。用于脘腹冷痛，呕吐泄泻，肢冷脉微，寒饮喘咳。
枳实	止咳，消食，止痛。用于咳嗽，食积停滞，疝气。
荆芥	解表散风，透疹，消疮。用于感冒，头痛，麻疹，风疹，疮疡初起。

数据来源：中国药典，公司官网，东方证券研究所

四、盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 心脑血管板块仍为公司未来增长主要来源。我们预计主要产品银杏叶提取物注射液集采影响有望逐步消化，活心丸销量持续增加，以及羟基红花黄色素 A 有望上市放量。
- 2) 公司 24-26 年毛利率分别为 62.0%、62.8%和 63.6%。随着公司在研管线羟基红花黄色素 A，复方银杏叶片上市放量，整体毛利率有望不断提升。
- 3) 公司 24-26 年销售费用率为 36.7%、35.7%和 34.9%，管理费用率为 5.7%、5.6%和 5.3%，研发费用率为 9.5%、10.0%和 10.4%。考虑到随着公司营收快速放量，对销售费用和管理费用均有一定的摊薄影响；同时，考虑到后续公司产品推进到临床阶段，假设研发费用率有所上升。

盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
心脑血管类					
销售收入（百万元）	2,756.0	2,655.2	2,668.4	3,045.9	3,588.1
增长率	-4.7%	-3.7%	0.5%	14.1%	17.8%
毛利率	93.8%	92.5%	92.0%	90.9%	88.8%
消化系统类					
销售收入（百万元）	307.6	116.5	113.0	106.4	99.8
增长率	-35.2%	-62.1%	-3.0%	-5.9%	-6.2%
毛利率	32.3%	3.9%	4.1%	4.1%	4.1%
糖尿病类					
销售收入（百万元）	242.1	179.2	172.1	160.9	144.0
增长率	-10.0%	-26.0%	-4.0%	-6.5%	-10.5%
毛利率	39.7%	30.6%	31.0%	31.0%	31.0%
抗感染类					
销售收入（百万元）	914.4	1,020.7	1,072.2	1,106.4	1,178.0
增长率	-19.9%	11.6%	5.0%	3.2%	6.5%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

毛利率	7.7%	10.0%	8.3%	5.4%	5.0%
原料药					
销售收入（百万元）	194.3	158.7	150.7	143.2	136.0
增长率	67.3%	-18.4%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	13.3%	7.8%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	127.5	66.0	68.0	70.1	72.2
增长率	79.2%	-48.2%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	47.2%	2.3%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	4,541.9	4,196.3	4,244.5	4,632.9	5,218.0
增长率	-8.5%	-7.6%	1.1%	9.1%	12.6%
综合毛利率	64.6%	62.7%	62.0%	62.8%	63.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

4.2 投资建议和估值

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.03/3.96/5.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.67、0.88 和 1.15 元。我们采用 PE 估值，参考行业平均市盈率，给予公司 2025 年 29 倍 PE，对应目标价 25.52 元，首次覆盖给予“买入”评级。

我们选取：丽珠集团、奥赛康、信立泰、苑东生物、天士力作为行业可比公司，主要原因：1）丽珠集团、奥赛康在抗感染以及消化系统、糖尿病等领域与公司具有可比性；2）信立泰、苑东生物与公司同样布局化药，且具备创新属性；3）天士力主营业务与公司同为心脑血管领域，具有一定可比性。

表 11：可比公司估值表（2024 年 12 月 6 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2024/12/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E
丽珠集团	000513	37.83	2.11	2.29	2.55	2.88	17.97	16.49	14.83	13.14
奥赛康	002755	14.09	-0.16	0.13	0.20	0.32	-88.06	105.54	70.27	44.57
信立泰	002294	33.30	0.52	0.56	0.64	0.77	64.00	59.13	51.83	43.11
苑东生物	688513	33.25	1.28	1.54	1.89	2.33	25.91	21.61	17.61	14.27
天士力	600535	14.55	0.72	0.75	0.85	0.96	20.30	19.48	17.08	15.15
	最大值						64.00	105.54	70.27	44.57
	最小值						(88.06)	16.49	14.83	13.14
	平均数						8.02	44.45	34.32	26.05
	调整后平均						21.39	33.41	28.84	24.18

数据来源：Wind，东方证券研究所

五、风险提示

- 1、产品研发注册失败或进度不及预期风险。**羟基红花黄色素 A、复方银杏叶片、紫花温肺止咳颗粒处在 NDA 阶段，若新药注册进度不及预期，则可能影响到公司业绩增长性；
- 2、政策变动风险。**如果公司产品在国家不同批次集采续标中销售价格下降、中选区域减少，则可能导致单产品销售收入降低；
- 3、市场竞争加剧风险。**公司新药枸橼酸爱地那非作为抗 ED 领域新入局者，如果后续竞争格局发生变化，则可能影响公司产品放量速度；
- 4、其他收益变化风险。**随着公司经营情况改变及产品研发进展推进，如果相关政府补助金额发生变动，则可能影响公司业绩的释放节奏。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。