

银杏叶注射液继续保持较快增长，爱地那非有望快速放量带来业绩提速

悦康药业(688658)

打造原料药+制剂一体化研发平台，股权激励方案彰显公司发展信心

近期公司股权激励方案发布，业绩层面以 2021 年净利润为基数，2022 年-2024 年 3 年净利润复合增速达 30%（未剔除激励摊销费用影响），解锁条件彰显公司未来几年增长信心。

专注研发创新，三大重磅产品成长趋势良好

公司未来 3 年有望继续保持收入和利润较快增长，主要来自：
1) **核心单品银杏叶提取物注射剂**竞争格局优异，国产化药批文唯一厂家，不受集采影响；以耳部血流适应症拓展和等级医院医保用药限制放开，我们预计未来有望继续保持 25%左右复合增速；2) **1.1 类抗 ED 新药爱地那非**于 2022 年 1 月开启商业化阶段，具有安全性好、起效快、剂量小等特点，我们判断公司有望凭借较强的销售能力快速放量，为公司业绩带来新增长点，预计 2022~2024 年分别贡献收入 1.6/2.7/3.8 亿元；3) **中药产品活心丸**为国家医保甲类的独家浓缩丸剂型品种，随着基层医院覆盖率提升，有望快速放量；4) 公司坚持原料药自产自研，面对集采时制剂一体化的成本优势得到集中体现。盐酸二甲双胍缓释片在 2020 年第三批国家集采中标江苏、陕西、新疆三省，公司推出两规格产品调整销售策略，没有对原有市场造成冲击，同时借助集采获得量的提升。

具备八大核心技术平台，研发管线丰富，收购天龙药业开启创新药新征程

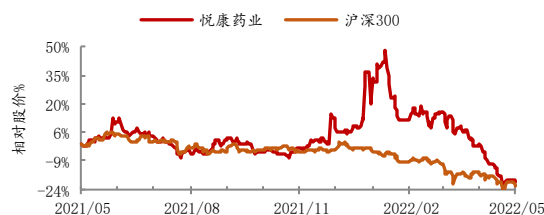
公司已经形成以核酸药为基础的靶点发现平台和缓控释制剂等 8 大核心技术平台。通过收购天龙药业，布局核酸药物。公司产品管线丰富，目前 62 项在研项目（含 14 项创新药），其中核酸药 7 项、中药 5 项、化药 2 项；其中中药创新药注射用羟基红花黄色素 A 处于临床三期阶段；化药创新药硫酸氢乌莫司他胶囊处于临床一期；核酸药物 CT102 处于临床二期阶段。

业绩预测及投资建议

公司主营化药&中药，同时转型创新药，产品结构包含心脑血管、消化系统等领域，并拥有院内、院外等多渠道销售。结合公司具有前瞻性的核酸药物平台搭建及丰富研发管线布局，且公司三大重磅品种银杏叶提取物注射液、活心丸、爱地那非放量在即，预测 2022-2024 年营收 58.4、69.1、81.5 亿元，同比增长 18%、18%、18%；实现归母净利润 6.7、8.9、12.1 亿元，同比增长 24%、32%、35%（2022~2024 年预计公司股权激励摊销费用

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	17.86
股票代码：	688658
52 周最高价/最低价：	33.37/15.75
总市值(亿)	80.37
自由流通市值(亿)	36.06
自由流通股数(百万)	201.90



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：王帅
邮箱：wangshuai@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520070005
联系电话：

分别为 9820/6076/2571 万元，如果剔除上述费用影响，公司真实的经营净利润将会更高)，对应 2022 年 5 月 9 日收盘价 17.86 元/股，PE 分别为 PE12/9/7X。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

银杏叶提取物注射液增速放缓和集采降价风险；其他仿制药大品种集采降价风险；公司新产品市场推广不及预期风险；产品研发进度不及预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,339	4,966	5,840	6,911	8,147
YoY (%)	1.2%	14.4%	17.6%	18.3%	17.9%
归母净利润(百万元)	442	545	675	894	1,210
YoY (%)	54.9%	23.3%	23.8%	32.5%	35.3%
毛利率 (%)	66.0%	69.2%	72.4%	75.1%	77.0%
每股收益 (元)	1.23	1.21	1.50	1.99	2.69
ROE	12.3%	13.9%	14.7%	16.3%	18.1%
市盈率	14.52	14.76	11.91	8.99	6.64

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 业内竞争优势明显，主要产品市场领先.....	5
1.1. 股权激励彰显公司发展信心.....	8
2. 核心产品销量猛增，未来前景向好.....	9
2.1. 心脑血管重点核心产品收入快速增长.....	9
2.2. 枸橼酸爱地那非片：首个 1.1 类抗 ED 的国产专利新药有望贡献新增量.....	13
2.3. 消化系统药物市占率持续提升.....	16
3. 公司重点在研新药项目丰富.....	17
4. 盈利预测与投资建议.....	20
4.1.1. 盈利预测与估值.....	20
4.2. 投资建议.....	22
5. 风险提示.....	22

图表目录

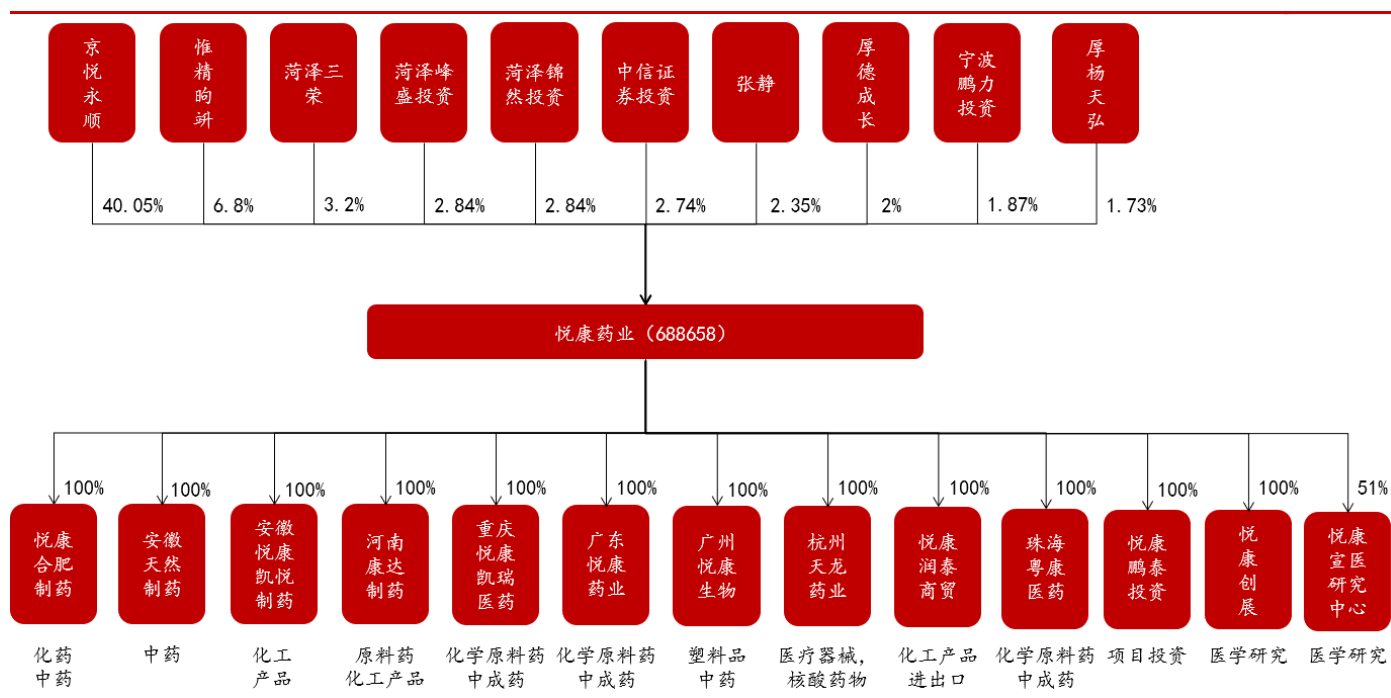
图 1 公司股权结构.....	5
图 2 公司营业收入&归母净利润及其增长情况.....	6
图 3 公司各业务板块毛利润情况（亿元）.....	6
图 4 公司各业务板块收入情况（亿元）.....	6
图 5 公司各业务板块营收占比情况（2021）.....	6
图 6 公司各项费用率情况.....	7
图 7 公司近年毛利率和归母净利率情况.....	7
图 8 中国心血管疾病患病人数（人）.....	10
图 9 心脑血管死亡率总体呈上升态势（1/10 万）.....	10
图 10 银杏叶提取物注射液销量及医保中标均价.....	12
图 11 银杏叶提取物注射液收入测算及增速（亿元）.....	12
图 12 近年银杏叶提取物注射液的竞争格局.....	12
图 13 活心丸（浓缩丸）主要成分.....	13
图 14 活心丸销售数量增速良好（万粒）.....	13
图 15 全球西地那非、他达拉非整体及原研药市场规模（亿美金）.....	15
图 16 中国抗 ED 药物行业市场销售额（亿元）.....	15
图 17 2019 年中国西地那非市场竞争格局.....	15
图 18 白云山“金戈”近年增速明显.....	15
图 19 中国城市公立医院消化及代谢药物销售情况.....	17
图 20 公司消化类药物营收增速&占比（亿元）.....	17
图 21 奥美拉唑口服制剂的竞争格局.....	17
图 22 注射用兰索拉唑的竞争格局.....	17
图 23 科创板代表公司 2021 年研发人员数量.....	18
图 24 近年公司研发投入情况（亿元）.....	18
表 1 公司主要产品.....	8
表 2 股权激励计划解除限售条件.....	9
表 3 公司多款产品市场排名领先.....	9
表 4 银杏叶提取物注射液医保报销变更情况.....	10
表 5 银杏叶提取物注射液各类临床应用建议.....	11
表 6 陈可翼院士等主持的活心丸临床再评价研究.....	13
表 7 中国 PDE-5 抑制剂产品梳理.....	14
表 8 治疗消化道溃疡药物分为 4 类.....	16
表 9 公司核心技术平台的先进性及具体表征.....	18
表 10 公司重点在研新药项目.....	19
表 11 公司重点在研项目竞品分析.....	20
表 12 公司主营业务拆分及预测（亿元）.....	21
表 13 可比公司估值情况（20220509）.....	22

1. 业内竞争优势明显，主要产品市场领先

公司成立于 2001 年，总部位于北京，2020 年 12 月在科创板上市。公司立足于高端制药研发、生产和流通销售，具备注射液、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种剂型以及部分原料药的生产能力。传统仿创药层面有 20 多年的积累，有多款主打大单品市占率位居前列，在此基本面基础上大力布局创新药。收购的天龙药业是最早布局核酸药的企业，公司有望实现创新药转型升级；

公司控股股东为阜阳京悦永顺，于伟仕、马桂英夫妇通过全资持股的京悦永顺、阜阳宇达、德仁投资（有限合伙）控制悦康药业 52.57%之股权，系悦康药业的实际控制人。

图 1 公司股权结构

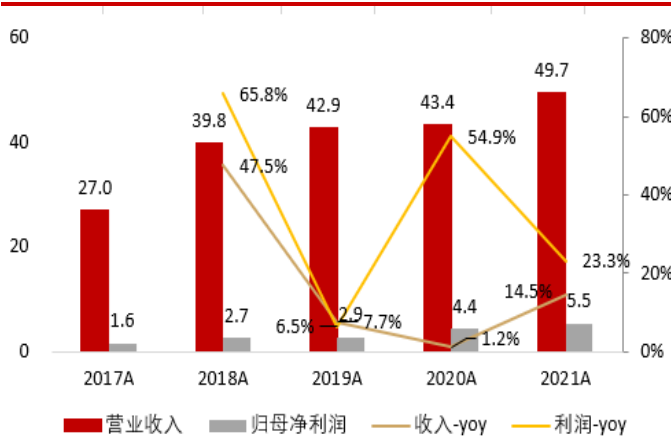


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司营收和归母净利润规模不断扩大。由 2017 年的 27.0 亿元提升至 2021 年的 49.7 亿元，年复合增长率为 16.5%，归母净利润由 2017 年的 1.6 亿元提升至 2021 年的 5.5 亿元，年复合增长率为 35.5%。

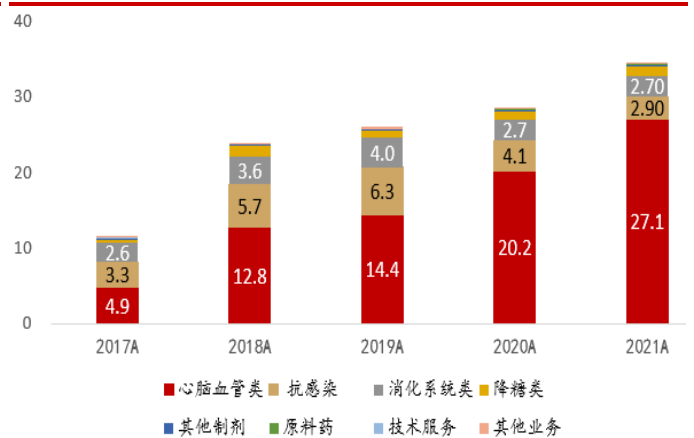
公司主营业务收入主要由心脑血管、消化系统、糖尿病等化学药制剂以及原料药和技术服务构成。其中心脑血管药物的收入比例逐年增长，从 2017 年的 20.5% 增长至了 2021 年的 58.3%；系核心产品银杏叶提取物注射液收入持续增长。抗感染药物的收入比例从 2017 年占总业务收入的 48.1% 到 2021 年的 23% 有所下降。

图 2 公司营业收入&归母净利润及其增长情况



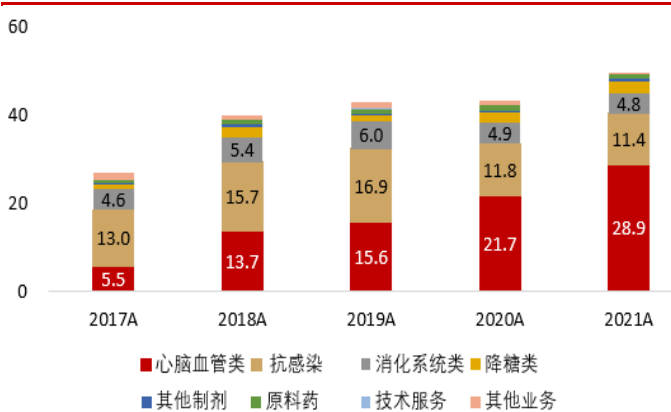
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 公司各业务板块毛利润情况 (亿元)



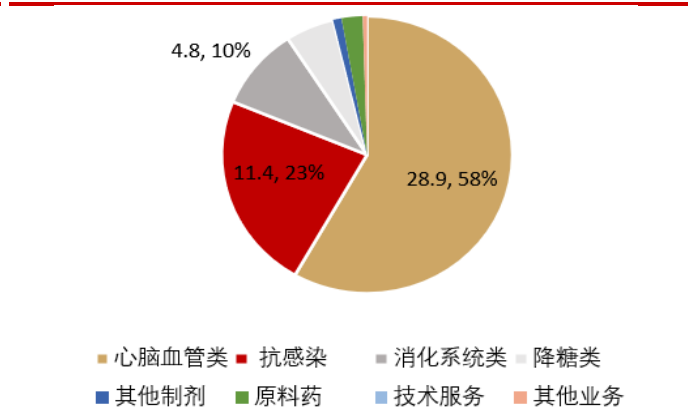
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司各业务板块收入情况 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

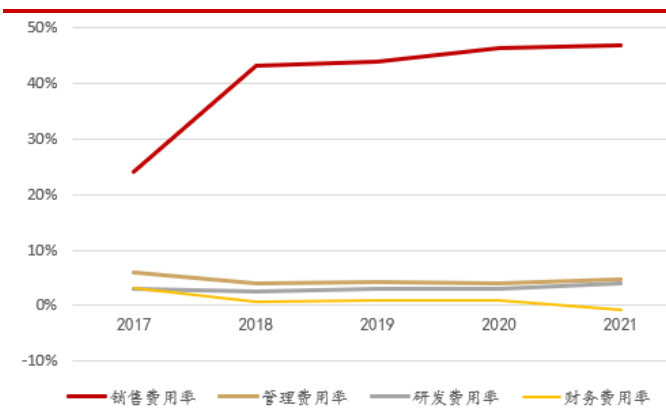
图 5 公司各业务板块营收占比情况 (2021)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

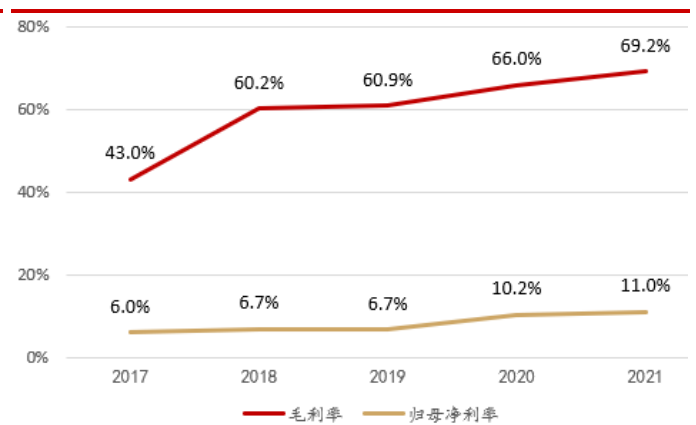
公司销售费用率和毛利率较上年上升，主要与行业“两票制”推行有关。销售模式由推广经销商逐步转为配送经销商模式，产品销售价格提升，销售毛利率相应上升，同时自主推广产生较高的销售推广费用；另一方面，公司核心产品银杏叶提取物注射液收入占比有所增加，且采用配送经销商模式，因此公司销售费用率有所增加。

图 6 公司各项费用率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 公司近年毛利率和归母净利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司重点围绕心脑血管、消化系统、糖尿病以及抗感染等重要领域进行研发，具有丰富的产品组合和渠道优势。主要产品应用的核心技术大部分来自于自主研发。银杏叶提取物注射液、硫酸鱼精蛋白注射液、奥美拉唑肠溶胶囊、盐酸二甲双胍缓释片、注射用头孢呋辛钠等对公司收入贡献占比较大或未来增长潜力较大，是公司的主要产品。

表 1 公司主要产品

治疗领域	产品名称	产品外观	适应症	特点与优势
心脑血管药物	银杏叶提取物注射液		主要用于脑部、周围血流循环障碍；	唯一获得国产化学药品批文的银杏叶提取物注射液； 国家医保乙类
	硫酸鱼精蛋白注射液		抗肝素药，用于因注射肝素过量所引起的出血	国家医保甲类； 国家基药目录
	天麻素注射液		神经衰弱综合征及血管神经性头痛等症	化药 4 类，国家医保乙类
消化系统药物	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	国家医保乙类
	奥美拉唑肠溶胶囊		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）	国家医保甲类；双跨品种 欧盟 GMP 认证产品 一致性评价已于 2019 年 12 月申报 CDE
糖尿病药物	盐酸二甲双胍缓释片		双胍类口服降血糖药，具有控制 II 型糖尿病血糖的作用	已通过仿制药一致性评价； 国家医保乙类
抗感染药物	注射用头孢唑啉钠		用于敏感细菌导致的呼吸道及耳鼻喉感染、泌尿道感染、皮肤及软组织感染、败血症、脑膜炎、淋病、骨及关节感染等适应症	国家医保甲类
	注射用头孢曲松钠		用于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、骨和关节感染等，也可用于术前预防感染	国家医保甲类

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

1.1. 股权激励彰显公司发展信心

公司于 2021 年 12 月推出股权激励计划，充分调动公司核心团队的积极性。此次激励计划拟向激励对象 113 人（占公司全部职工 2,910 人的 3.88%）授予 1,300.0 万股限制性股票，约占公司股本总额的 2.89%。其中首次授予 1,051.9 万股，占比本次授予权益总额的 80.92%；授予价格 10.97 元/股，此次股权激励费用预计摊销总费用为 1.91 亿元，对应 2022-2025 年分别摊销 9820/6076/2571/585 万元。

此次激励计划以 2021 年扣非净利润为基准，2022-2024 年净利润增长率要求不低于 30%、69%、119%，即对应扣非净利润不低于 7.1 亿元/9.2 亿元/11.9 亿元，三年净利润复合增速不低于 30%，扣除摊销费用后表现观净利润约为 6.1/8.6/11.7 亿元。同时对创新药的 IND 和 NDA 申请数量均有一定要求，有望逐步丰富公司产品管线。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 2 股权激励计划解除限售条件

归属安排	考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2022 年	1、以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 30%； 2、2022 年度创新药，新申报并获得受理的 IND 申请不少于 2 项，取得药品注册证书不少于 1 项。
第二个归属期	2023 年	1、以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 69%； 2、2023 年度创新药，新申报并获得受理的 IND 申请不少于 2 项，申报并获得受理的新药 NDA 或者扩展适应症（sNDA）不少于 2 项。
第三个归属期	2024 年	1、以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 119%； 2、2024 年度创新药，新申报并获得受理的 IND 申请不少于 3 项，申报并获得受理的新药 NDA 或者扩展适应症（sNDA）不少于 2 项。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.核心产品销量猛增，未来前景向好

公司多款核心产品在细分领域多年处于龙头地位。其中银杏叶提取物注射液、盐酸二甲双胍缓释片和注射用头孢呋辛钠在 2021 年市场份额占比中排名第 1。银杏叶提取物注射液在 2021 年拥有高达 80.89% 的市占比。天麻素注射液的市场份额占比达到 19.91%，市场排名第 2。注射用兰索拉唑和奥美拉唑肠溶胶囊在 2019 年市场份额均排名第 3。

表 3 公司多款产品市场排名领先

领域	2019 年市场规模（亿元）	主要产品	2019 年细分市场规模（亿元）	2019 年细分市场占有率	2021 年	
					市场份额占比	市场排名
心脑血管	696	银杏叶提取物注射液	17.71	52.31%	80.89%	1
		天麻素注射液	11.6	17.9%	19.91%	2
消化系统	1,002	注射用兰索拉唑	22.3	16.2%	/	19 年第 3
		奥美拉唑肠溶胶囊	10.4	14.1%	/	19 年第 3
糖尿病	270	盐酸二甲双胍缓释片	23.3	6.8%	13.61%	1
抗感染	1,192	注射用头孢呋辛钠	16.8	3.9%	32.92%	1
		注射用头孢曲松钠	15.9	3.4%	/	19 年第 5

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

2.1.心脑血管重点核心产品收入快速增长

我国心血管病死亡率仍居首位，高于肿瘤及其他疾病。老龄化、叠加人们饮食结构和生活方式的改变，中国心血管病患病率及死亡率仍将处于上升阶段。根据国家心血管病中心发布《中国心血管健康与疾病报告 2020》推算认为，我国心血管疾病

患病人数约为 3.3 亿人。《中国卫生健康统计年鉴 2019》显示，农村心血管病死亡率从 2009 年起超过并持续高于城市水平。2018 年农村和城市心血管病死亡率分别为 322.31/10 万和 275.22/10 万，农村、城市心血管病分别占死因的 46.66%和 43.81%。

图 8 中国心血管疾病患病人数（人）

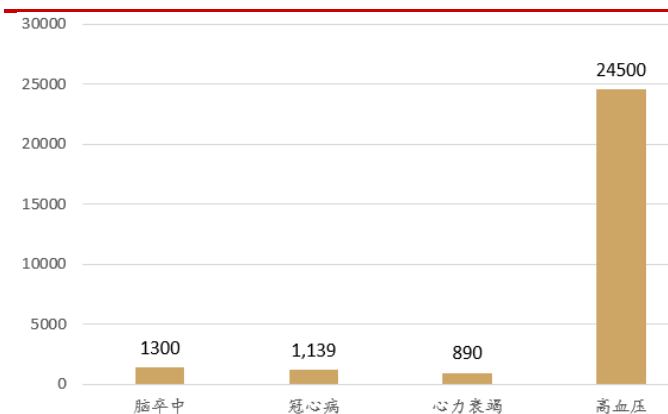
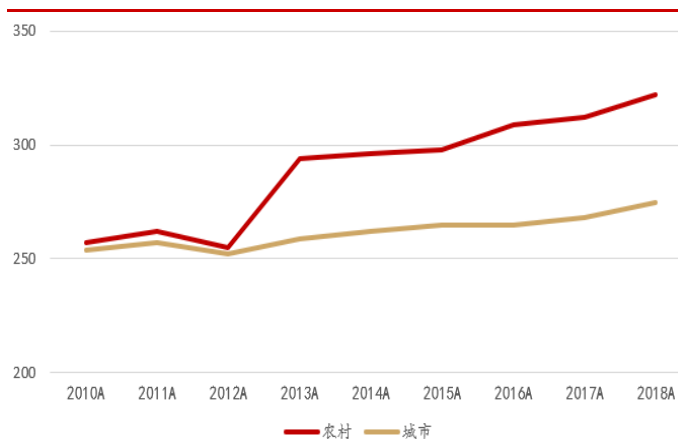


图 9 心脑血管死亡率总体呈上升态势（1/10 万）



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2020》，华西证券研究所

资料来源：《中国卫生健康统计年鉴 2019》，华西证券研究所

心脑血管疾病用药一直是全球医药市场的前三大用药品种。在我国，心脑血管药物市场规模仅次于抗感染药物，位居第 2 位，其市场规模超过全国药品销售总额的 17%。根据 Frost & Sullivan 预测，中国心脑血管疾病药物市场规模从 2014 年 1,444 亿元增至 2018 年的 2,060 亿元，预计 2023 年达到 2,863 亿元，2018 至 2023 年的复合年增长率将达 6.8%。

公司悦康通®是唯一获得国产化学药品批文的银杏叶提取物注射液，同时随着活心丸（浓缩丸）销售的放量，公司在心脑血管治疗领域将继续保持强有力增长。

2.1.1. 银杏叶提取物注射液：进口替代进行中

“银杏叶提取物注射液”临床应用多年，效果明显。产品已进入最新国家医保目录乙类。有效成分为银杏黄酮类、银杏内酯类化合物，通过抗氧化、清除自由基作用，改善凝血功能作用。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。

医保报销范围的变化，为产品收入增加打开了新蓝海。2019 年较 2017 年版本的国家医保目录，针对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，增加了产品在基层医院的用量；同时增加了“耳部血流及神经障碍患者”使用的报销范围，有望带动产品销售收入提升。

表 4 银杏叶提取物注射液医保报销变更情况

	2017 年	2019 年
医保情况	国家医保中药目录、乙类	国家医保西药目录、乙类
医保备注	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者。	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
可适用疾病	脑梗塞、脑供血不足、脑动脉硬化、脑血管病、短暂性大脑缺血性发作等。	脑梗塞、脑供血不足、脑动脉硬化、脑血管病、短暂性大脑缺血性发作等；前庭周围性眩晕、前庭中枢性眩晕、耳聋/听力

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

减退、耳鸣。

可适用终端	二级及以上	不限
说明书适应症	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、记忆力减退、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。	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

“银杏叶提取物”作用机制明确，国内外研究及其广泛，拥有 2 万余篇研究文献。2019 年 11 月，《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。医学信息数据库 MIMS 发布的《MIMS CARDIOLOGY 心血管用药指南 2018/2019》等收录银杏叶提取物注射液，推荐作为下肢动脉硬化闭塞症、阿尔兹海默病与痴呆等疾病的治疗用药。同时共有 9 部权威脑血管疾病指南、路径推荐作为脑梗死、痴呆及认知障碍、多发性硬化的治疗用药；5 部权威耳部疾病指南、路径、共识推荐作为突发性耳聋、听力减退、眩晕的治疗用药，1 部权威心血管疾病指南推荐作为下肢动脉硬化闭塞症的治疗用药。

表 5 银杏叶提取物注射液各类临床应用建议

疾病	临床应用建议
缺血性卒中	推荐银杏叶提取物注射液用于缺血性卒中急性期(一般指发病后 2 周内,轻型 1 周内,重型 1 个月内)。
痴呆诊疗	对于 AD 或 VD 患者,建议使用银杏叶提取物注射液治疗,可改善认知功能障碍、改善脑微循环、保护脑组织、改善神经系统功能。
冠心病等心血管疾病	银杏叶提取物注射液能改善心肌功能、降低炎性因子水平、减轻动脉硬化炎性反应,根据研究推荐银杏叶提取物注射液用于冠心病的治疗。
突发性耳聋、耳鸣、眩晕等疾病	银杏叶提取物注射液用于突发性耳聋急性发作期(3 周以内),建议采用糖皮质激素联合银杏叶提取物治疗,可改善患者耳聋、耳鸣症状;突发性聋可能会出现听神经继发性损伤,急性期及急性期后可给予营养神经药物和抗氧化剂(如银杏叶提取物)治疗;推荐用于眩晕、梅尼埃病、耳聋耳鸣疾病治疗。
视网膜病变	推荐用于糖尿病性视网膜病变的临床治疗,改善患者的视力,可减弱或延缓糖尿病性视网膜病变的发展。
动脉硬化闭塞症及糖尿病周围神经病变	推荐用于周围血液循环障碍、下肢动脉闭塞症的治疗。此外,在控制患者血糖的前提下,使用银杏叶提取物注射液治疗糖尿病周围神经病变可缓解患者的临床症状。

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

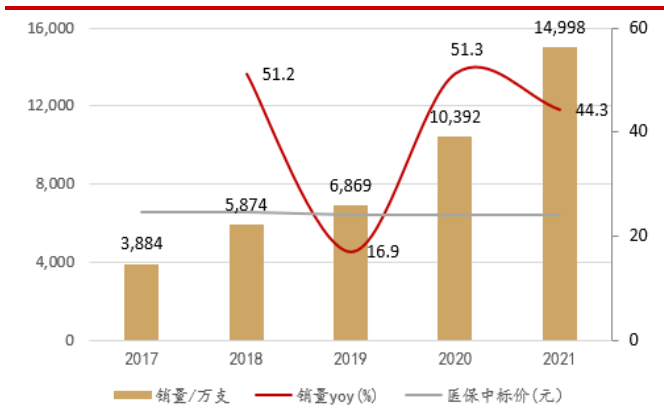
银杏叶提取物注射液持续高速放量。公司产品销量从 2017 年的 3884 万支增至 2021 年的 14998 万支，实现 CAGR=40.2%；从产品单价来看，从 2017 至今以来的中标价基本保持平稳在 24.5 元左右。2022 年 3 月广东联盟集采中产品中标价为 18.8 元，我们预计和测算并未击穿公司出厂价（此前为低开模式）。我们认为目前产品竞争格局优异，竞争对手仅有 1 家进口产品，集采不会对公司造成不利影响。假定公司出厂价保持 2019 年不变，则测算得到 2021 年销售收入约 25 亿元，占比公司整体收入为 51%。

产品目前主要在神经内科、心血管内科以及内分泌科广泛使用。截止 2021 年底，银杏叶提取物注射液在等级医院和基层医疗机构仍有多个空白医院未开发，随着覆盖终端医院的增加，叠加耳鸣适应症的推广加大，产品在五官科、老年科等科室的用

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

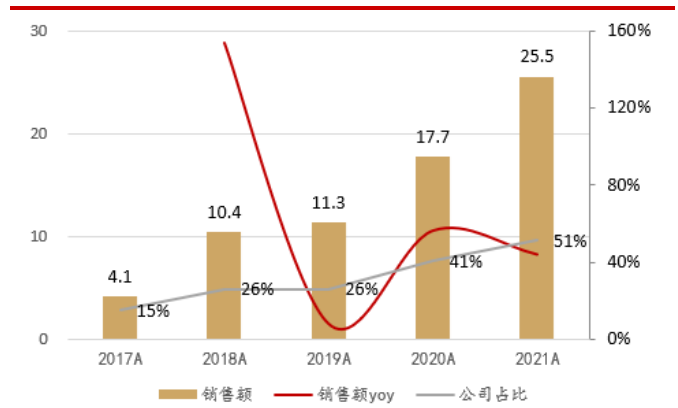
量预计会有明显增加。我们预计银杏叶提取物注射液未来三年有望继续保持 20%+ 增长，带动收入创历史新高，达 50 亿元以上。

图 10 银杏叶提取物注射液销量及医保中标均价



资料来源：公司招股说明书，药智，华西证券研究所

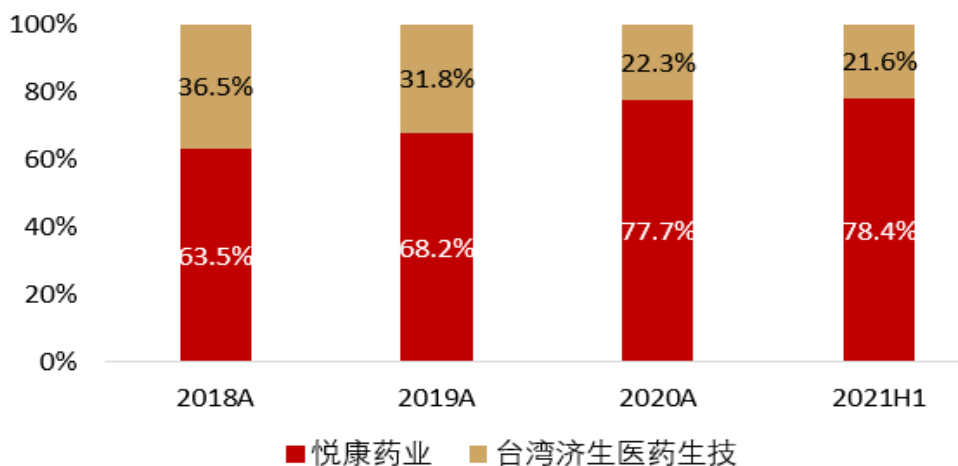
图 11 银杏叶提取物注射液收入测算及增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

银杏叶提取物注射液实现进口替代仍有一定空间。根据米内网城市公立和县级公立数据库统计，公司同一通用名下银杏叶提取物注射液的市场占有率处于绝对优势地位，2021 年上半年公司产品占比达 78.4%，排名第一。

图 12 近年银杏叶提取物注射液的竞争格局



资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.1.2. 活心丸（浓缩丸）：疗效明确的又一重磅品种

活心丸针对冠心病、心绞痛效果显著。活心丸诞生于 1981 年，由广东省药物研究所研制，于 1984 年上市。由人参、附子、灵芝、红花、麝香、牛黄、熊胆、珍珠、蟾酥、冰片等药物组成，具有益气活血，温经通脉的作用，2017 年进入国家医保乙类，现为医保甲类品种。临床试验表明，其具有扩张冠脉血管、抗心肌缺血、改善心功能、改善心肌微循环等功效。

活心丸（浓缩丸）具备扎实的临床研究基础。阜外医院等 17 个中心共 309 例冠心病患者的临床观察表明，活心丸治疗冠心病及其合并疾病的总有效率为 94.17%，其有明显缓解心绞痛、抗心肌缺血、改善心功能的作用。第一次活心丸上市后再评价

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

由中国中医科学院西苑医院联合山东中医药大学附属医院及河南中医学院第一附属医院联合研究，共包括 120 病例。结果显示活心丸能够明显减少冠心病稳定性心绞痛患者的发作次数、发作持续时间和缓解疼痛程度，减少硝酸甘油使用量。第二次上市后再评价又扩大样本（480 例）进行。研究显示对心功能不全心绞痛疗效有效率达到 80.95%，表明活心丸不仅有治疗心肌缺血还有改善心功能的作用。

表 6 陈可翼院士等主持的活心丸临床再评价研究

主研单位	专家	登记时间	进度	研究方向
中国医学科学院阜外医院	马丽红等	2021-10-07	进行中	悦康活心丸（浓缩丸）干预冠心病 DCB 术后气虚血瘀证患者预后的前瞻性、随机、双盲、安慰剂对照临床研究
上海中医药大学附属岳阳中西医结合医院	樊民等	2021-10-04	已完成	活心丸对冠心病 PCI 术后心绞痛的临床疗效评估
中国医学科学院阜外心血管病医院	马丽红等	2017-12-31	已完成	活心丸治疗冠心病稳定性心绞痛的多中心‘随机’‘双盲’安慰剂对照临床研究
长征医院	陈可翼、吴宗贵等	2019-07-05	已完成	悦康活心丸（浓缩丸）治疗慢性稳定性心绞痛（气虚血瘀证）随机、双盲、阳性药平行对照、多中心临床试验

资料来源：公司公告，华西证券研究所

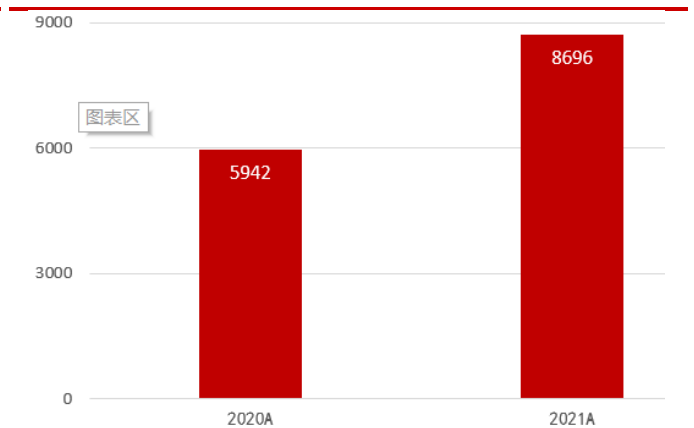
活心丸销量稳步增长，未来市场空间广阔。2021 年活心丸销售数量达 8,696 万粒，同比增长 46.34%。根据各地中标价，假定我们按照每瓶中标单价 46 元左右（30 粒/瓶）计算，测算 2021 年销售额约 1.1-1.3 亿元左右。随着心梗患者高发，未来市场空间广阔。

图 13 活心丸（浓缩丸）主要成分



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 14 活心丸销售数量增速良好（万粒）



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2.2. 枸橼酸爱地那非片：首个 1.1 类抗 ED 的国产专利新药有望贡献新增量

枸橼酸爱地那非片为 ED 人群提供新选择，属 PDE-5 抑制剂是治疗 ED 的一线药物。产品于 2021 年 12 月 29 日在国内上市，且化合物已获得中国、美国、欧盟、俄罗斯、日本、加拿大、韩国等 22 个国家和地区专利，产品在药效、安全性、起效时间等方面，均有明显优势。其属于 5 型磷酸二酯酶抑制剂（PDE5i），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

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

动脉血流增加，治疗男性勃起功能障碍（ED）。爱力士上市前，国内仅有三类 PDE-5 抑制剂（包括西地那非、伐地那非和他达拉非），新品类上市会给用户带来全新选择。

行业发展空间大，产品现有渗透率低。根据《三城市 2226 例男性勃起功能流行病学调查》数据显示 ED 总患病率为 26.1%，其中 40 岁以上的男性患病率为 40.2%，目前中国约有 1.4 亿 ED 患者，行业发展空间极大。根据头豹研究院数据显示，现阶段受观念及医疗习惯影响，主动服药治疗的患者较少，抗 ED 药物渗透率不足 5%。参考发达国家普遍渗透率水平（15%以上），未来伴随着患者医疗观念的不断进步、以及药企的大力宣传推广，中国抗 ED 药物行业市场规模至少可达现有水平的 3 倍以上。

表 7 中国 PDE-5 抑制剂产品梳理

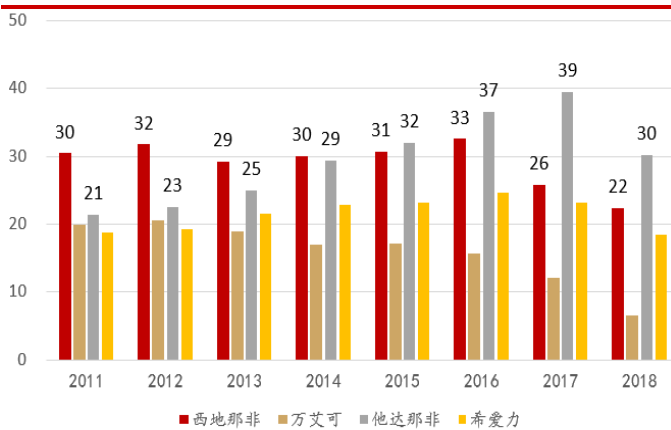
竞品名称	原研厂家	原研上市时间	起效时间/min	起效剂量/mg	获批仿药企业数	原研单价	仿制药单价
西地那非片	辉瑞（商品名：万艾可）	美国：1998 年 欧洲：1998 年 日本：2008 年 中国：2002 年	60	50-100	14	108 元/100mg	26 元/50mg（白云山）
伐地那非片	拜耳	欧洲：2003 年 美国：2003 年 日本：2004 年 中国：2004 年	30	10-20	1	111 元/20mg	34 元/20mg（科伦）
他达拉非片	礼来（商品名：希爱力）	欧洲：2002 年 美国：2003 年 日本：2007 年 中国：2004 年	30	10-20	18	85 元/20mg	35 元/20mg
枸橼酸爱地那非片	悦康（爱力士）	中国：2021 年	60	60	/	49 元/30mg	/

资料来源：公开资料，华西证券研究所

西地那非早期全球市场规模领先，专利到期后市场规模逐渐下滑，他达拉非实现销量超越。2012 年原研药西地那非专利到期，价格大幅下降，市场规模出现下滑。2013 年，他达拉非凭借更低的起效剂量和更长的持续时间实现增长，原研药希爱力规模超越万艾可。2015 年他达拉非整体规模超越西地那非。预计他达拉非专利到期后，整体规模也将出现小幅下降，但其作为全球份额最大 PDE5i 产品的市场地位不会发生改变。

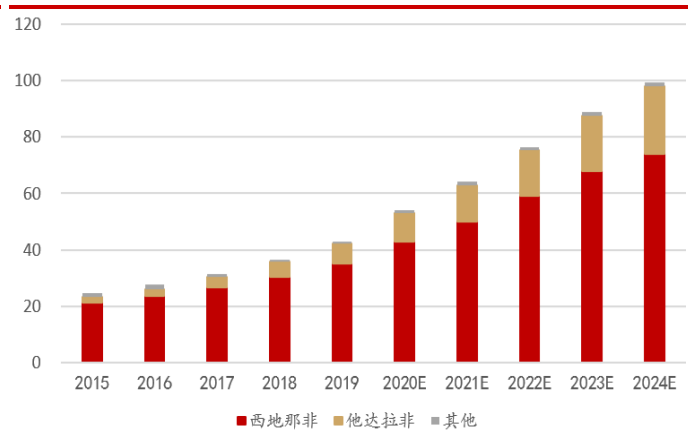
仿制药快速放量驱动中国抗 ED 药物市场规模持续增长。西地那非在中国上市时间最早销量领先，但他达拉非凭借突出产品优势有望实现销量超越。伐地那非相较于西地那非和他达拉非没有明显优势与特点，医生的推荐度相对较低，目前医院供货量也非常少，因此市场份额极小。2014 年 7 月，西地那非中国 ED 专利到期。2015-2019 年，西地那非仿制药快速放量，驱动中国抗 ED 药物行业市场规模由 24.3 亿元上升至 42.8 亿元，CAGR=15.3%。患者基数大、诊断率提升等因素也将进一步驱动中国抗 ED 药物行业市场规模增长，2024 年市场规模有望逼近百亿水平，年复合增速有望达 18.2%。

图 15 全球西地那非、他达拉非整体及原研药市场规模 (亿美金)



资料来源：头豹研究院，华西证券研究所

图 16 中国抗 ED 药物行业市场销售额 (亿元)

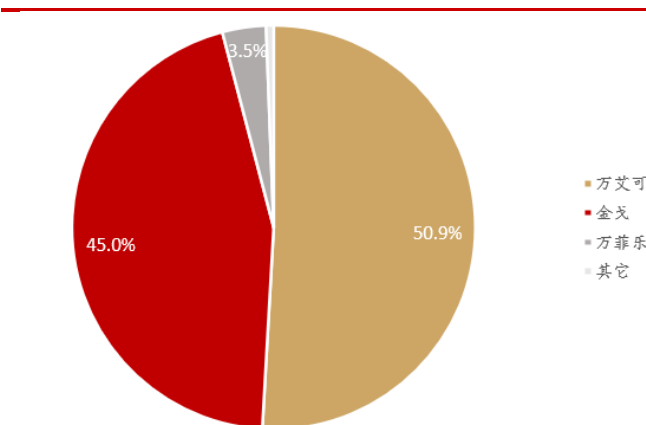


资料来源：头豹研究院，华西证券研究所

ED 产品主要在零售终端销售，市场集中度高和渠道重要性强。米内网数据显示，ED 类药物零售终端的销售占比已超过 90%，医院终端不到 10%；中国抗 ED 药物行业的前五企业占据了 95% 以上的市场份额，市场集中度极高。头部企业有优质的产品 and 成熟的销售渠道，导致新进入者入局困难。可能实现突围的是原本就有极强销售渠道的企业以及有突破性新品的企业。公司枸橼酸爱地那非片将为患者提供新的治疗选择，很有可能打破目前国内相关产品的销售布局。在销售渠道建设层面，公司将从网络电商、OTC 连锁药店、传统优势领域第三终端市场以及医院市场四大销售渠道发力，目前已经和京东健康、叮当送药等电商平台达成合作意向，二十几个省市的经销商达成初步合作意向。

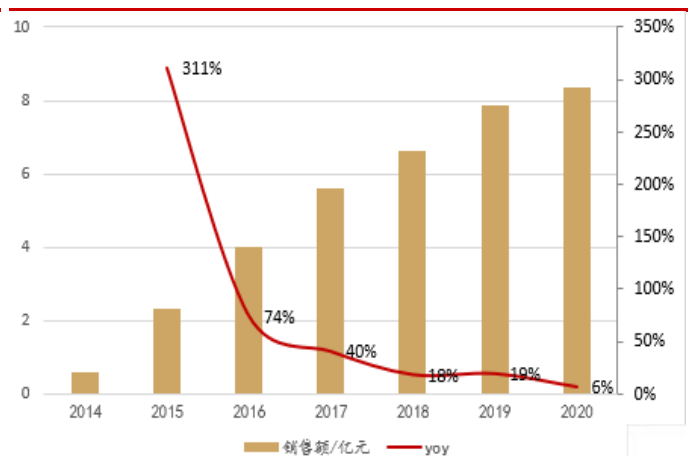
公司国产专利新药有望复制首仿药“金戈”快速放量。2014 年 10 月，西地那非首仿药“金戈”上市销售。金戈凭借广药白云山强大的销售网络，以及超高的性价比（价格仅为原研药“万艾可”的 50%-70%），快速放量抢占市场。销售额从 2014 年为 5635 万元增长至 2020 年的 8.3 亿元，CAGR=56.8%，迅速成为国内抗 ED 市场头号明星产品。公司 ED 产品上市两个多月即销售了 235.7 万片，根据挂网价我们推算 2022Q1 实现收入 0.26 亿元，参考“金戈”的放量速度和借助公司优秀的销售能力，产品潜力巨大。

图 17 2019 年中国西地那非市场竞争格局



资料来源：头豹研究院，华西证券研究所

图 18 白云山“金戈”近年增速明显



资料来源：公司公告，华西证券研究所

爱力士与目前常用抗 ED 药物相比具有明显性能优势。公司产品起效时间准确可控，便于用户准确掌控时间，且不受酒精食物影响。与目前已上市抗 ED 药物相比，临床研究显示爱力士在插入成功率，完成性交率、勃起改善率、勃起功能国际问卷 (IIEF-5) 分数方面均有优势，同时在严重影响性活动中的头痛、脸红、消化不良、视觉异常、鼻塞等现象均不同程度低于同类产品。

2.3. 消化系统药物市占率持续提升

消化系统疾病常见多发，总发病率占人口总数 10%-20%。主要疾病包括急性胃炎、慢性胃炎、消化道溃疡、功能性消化不良等，其中以消化道溃疡最为常见。目前治疗消化道溃疡的药物主要分 2 类，即抑制胃酸分泌（消弱攻击因子）、保护粘膜药（增强防御因子）。其中降低胃酸药出现在临床主要以质子泵抑制剂和 H2 受体拮抗剂为主，是治疗消化道溃疡的主力，占据市场绝大部分份额。

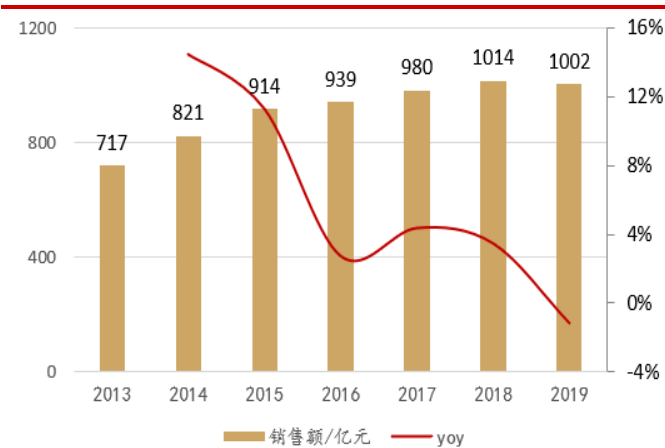
表 8 治疗消化道溃疡药物分为 4 类

分类	细分类别	作用机理	代表药品
抑制胃酸分泌	质子泵抑制剂	阻断胃壁细胞内质子泵，驱动细胞内 H ⁺ 与小管内 K ⁺ 交换，阻止胃酸分泌的通道；	奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑、雷贝拉唑、艾美拉唑
	H2 受体拮抗剂	阻断 H2-受体，抑制胃酸分泌	雷尼替丁、法莫替丁、尼扎替丁
保护胃黏膜	粘膜保护剂	加强胃黏膜保护，能对溃疡的愈合起到积极作用。本类药物的作用机制不尽相同	前列腺素药物、替普瑞酮、硫糖铝、枸橼酸铋钾
	抗酸剂	中和胃酸，减少和缓解胃酸对胃的刺激	铝碳酸镁、碳酸钙、碳酸氢钠、铝镁加混悬液

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

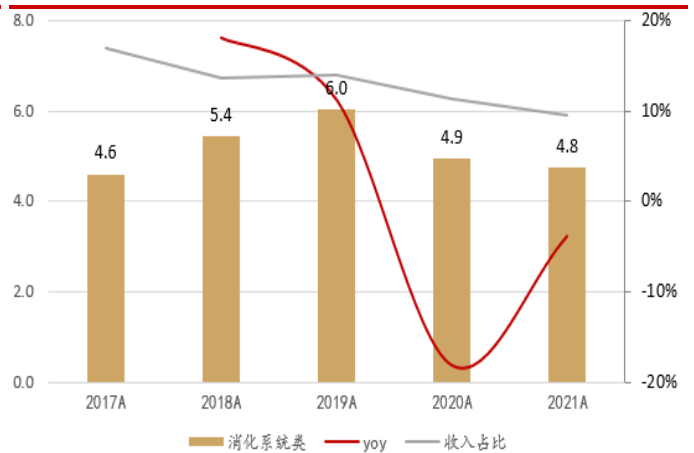
消化性溃疡发病率逐年增加，消化系统药物市场需求不断攀升。根据南方医药经济研究所数据统计，2013-2019 年我国城市公立医院消化系统及代谢药物的销售金额不断上升，由 2013 年的 717 亿元增长至 2019 年的 1,002 亿元，年均复合增长率为 5.69%。公司消化类药物营收由 2017 年的 4.6 亿元提升至 2021 年的 4.8 亿元，CAGR=0.9%。主要产品“立卫克”奥美拉唑肠溶胶囊市场规模处于国内领先梯队，价格低廉、安全有效。经过多年市场推广，已经形成品牌效应，产品复购率较高。

图 19 中国城市公立医院消化及代谢药物销售情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

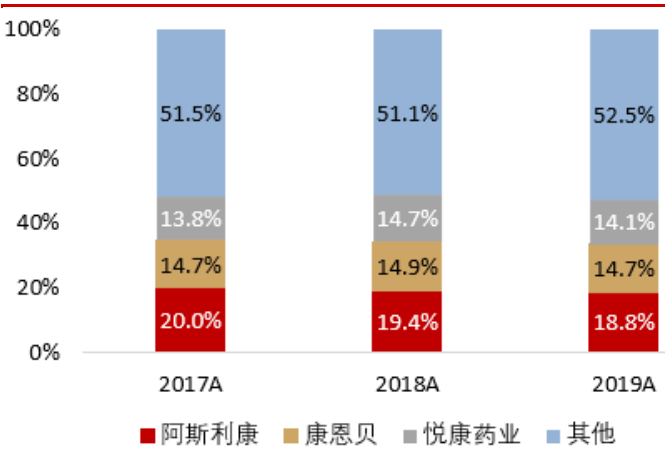
图 20 公司消化类药物营收增速&占比（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

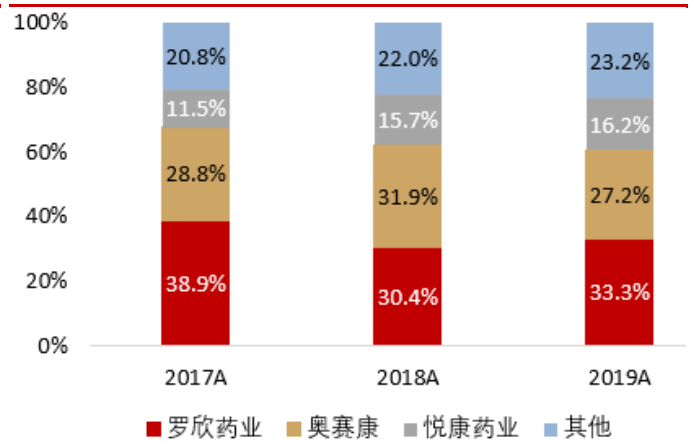
中国肠胃疾病用药行业的集中度较低，行业洗牌进程加快，公司市占率有望持续提升。行业内存在诸多小型企业，随着国家监管政策的严格，行业洗牌进程加快，竞争力较弱的小型企业将面临被淘汰的风险，中国肠胃疾病用药行业的集中度有望进一步提升。公司“奥美拉唑系列产品”属双跨品种，2020H1 在公立医院销售占比仅 4.87%，产品有望凭借先发优势进一步扩大市场空间。

图 21 奥美拉唑口服制剂的竞争格局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 注射用兰索拉唑的竞争格局

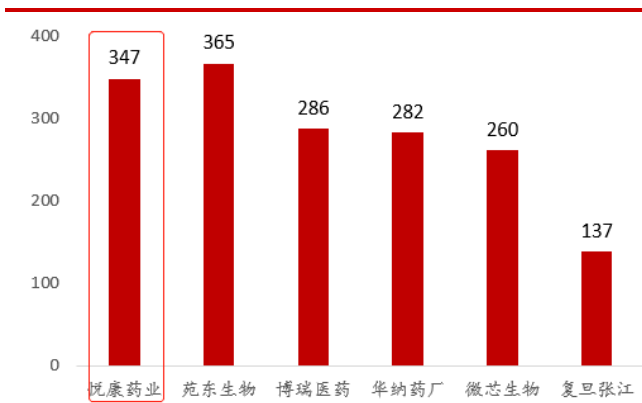


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.公司重点在研新药项目丰富

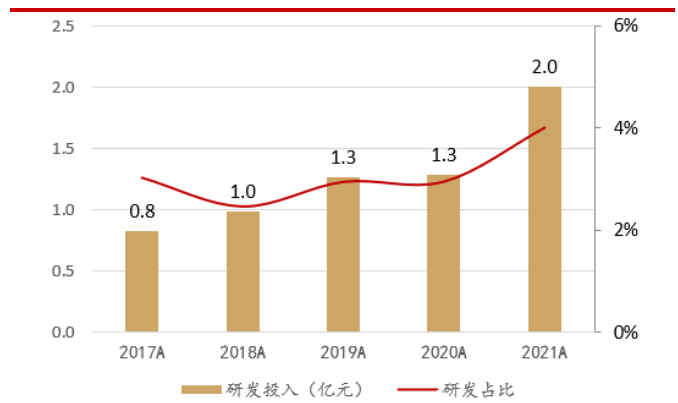
公司研发团队实力雄厚，研发支出增幅显著。2021 年公司拥有研发人员 347 人，在科创板生物制药领域细分行业中排名前列。公司近三年研发投入持续、高额增长。2021 年公司的研发费用高达 2 亿元，同比增长 56%，占比公司整体营收达 4%。

图 23 科创板代表公司 2021 年研发人员数量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 近年公司研发投入情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司研发体系完善，研发成果显著以及平台建设先进。公司发挥产学研合作优势的新药研发体系，形成了独特的理论创新体系和技术创新平台。建立了创新药和仿制药两大类型平台。经过多年的技术积累，公司形成了以核酸药为基础的靶点发现平台、高通量筛选平台、分析质控平台，药物晶型研究技术平台、缓控释制剂技术平台等 8 大核心技术平台。

表 9 公司核心技术平台的先进性及具体表征

序号	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
1	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：	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。
2	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。
3	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，应用于其 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。
4	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。
5	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、骨架型缓控释技术等 3 大核心技术应用于公司奥美拉唑肠溶胶囊等在产及在研产品中	通过膜控型缓控释制剂技术，实现了粒径为 50 μ m 的极小含药丸芯的制备，实现极小微丸的规模化生产； 通过骨架型缓控释技术，对产品制备工艺进行优化，取代了传统处方中等辅料，提高产品稳

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

			定性； 通过注射用缓释微球技术，该剂型具有提高难溶性药物的溶解度、提高药物靶向性等作用
6	药物晶型研究技术平台	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
7	高端药用辅料研发技术平台	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。
8	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，应用于公司银杏叶提取物注射液等产品中	在天然药物注射剂生产过程中使用更加安全高效的超滤技术去除热原，全程填充惰性气体，建立了严格的质量控制系统，减少杂质引入，提升产品稳定性，解决了天然药物注射液主要成分结构不稳定、制剂色泽批间差异大、质量标准不易控制的行业性难题。

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

公司从仿制药走向仿创结合，目前向创新药企业转型。公司在传统仿创药层面有 20 多年的积累，有多款主打大单品。**2021 年 2 月收购天龙药业布局创新药，其是最早布局核酸药的企业**，收购完成后，悦康药业迅速围绕小核酸和 mRNA 疫苗两条技术路线布局系列研发管线，对平台技术进行深度、系统布局，形成了以核酸创新药、小分子创新药和仿制药为基础的八大核心研发技术平台。同时 LNP 递送技术获得研发专利；

公司现有产品及在研产品丰富。现有产品涉及 100 多个品种，200 多个品规，含 8 大主要单品；同时公司有 62 项在研项目（含 14 项创新药），16 项已进入临床试验阶段，21 项处于药学研究阶段；含在研仿制药及一致性评价项目 39 项。

其中重点在研产品 14 项，含核酸药、中药、化药三大品类。注射用羟基红花黄色素 A 处于三期临床阶段，提取纯度最高可达 97%，临床试验是完全国际公认标准；化药硫酸氢乌莫司他胶囊在一期临床试验；核酸药 CT102 处于二期临床阶段，入组进行中；此外还有 6 款不同类型的核酸药品种，创新能力突出，目前国内尚未有核酸药物获批，公司核心研发技术走在全国前列。

表 10 公司重点在研新药项目

产品	适应症	注册分类	临床前	临床 1 期	临床 2 期	临床 3 期	申报上市
化药	硫酸氢乌莫司他胶囊及原料药	胰腺癌、乳腺癌、结肠直肠癌	化药 1 类				
中药	注射用羟基红花黄色素 A 及原料药	急性缺血性脑卒中	中药 1 类				
	紫花温肺止咳颗粒	感染后咳嗽	中药 1 类				
	复方银杏叶片	血管性痴呆	中药 1 类				
	培土清心颗粒	儿童特异性皮炎	中药 1 类				
核酸药	注射用 CT102 (核酸)	原发性肝癌					
	CX6L101 (新冠 ASO)	新冠病毒					
	CX6L102 (乙肝 ASO)	乙肝病毒					

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

CX6L103 (降血脂 siRNA)	高胆固醇血症	
三款核酸疫苗	新冠、狂犬、乙肝	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 11 公司重点在研项目竞品分析

重点在研项目	竞品名称及生产企业	上市时间	目标市场	医保情况
注射用羟基红花黄色素 A 及原料药	丁苯酞氯化钠注射液 (石药集团独家品种)	中国: 2010 年	急性脑卒中患者	乙类
硫酸氢乌莫司他胶囊及原料药	注射用盐酸吉西他滨 (礼来)	中国: 1999 年	非小细胞肺癌、转移性胰腺癌、乳腺癌患者	乙类
	注射用紫杉醇 (白蛋白结合型) (百济神州国内代理)	中国: 2008 年	非小细胞肺癌, 转移性胰腺癌患者	非医保
	奥拉帕利片 (阿斯利康)	中国: 2018 年	胰腺癌、卵巢癌、输卵管癌、腹膜癌成人患者	乙类

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测与估值

核心假设:

- 1、心脑血管类：主要由银杏叶提取物注射液贡献业绩。由于该产品医保报销目录扩大新增了耳鸣等适应症，且叠加等级医院使用放开，我们预计收入将维持高增长，2021 年销售额增速为 44%，22Q1 增速约 40%，预计在之后的三年增速逐渐放缓，2022-2024 年的增速分别为 32%、25%、22%。考虑到银杏叶提取物注射液目前受集采影响小，毛利率维持稳定水平；另外独家浓缩丸剂型活心丸，2018 年纳入国家基药品种、2019 年进入到国家医疗甲类，随着活心丸在基层医院覆盖范围逐步增多，将进入快速放量期。2021 年活心丸收入 1.1 亿元，预计 2022-2024 年收入增速分别同比为 32%、28%、28%。预计心脑血管药物整体 22-24 年收入同比增速分别为 30%、24%、22%。
- 2、抗感染类：主要产品有注射用头孢呋辛钠（代理+自产）、注射用头孢曲松钠、阿莫西林胶囊等。因疫情和限抗令影响等，近两年抗生素类的产销量均有所下降，预计 2022-2024 年的增速分别为-15%、0%、5%。
- 3、消化系统类：主要由注射用兰索拉唑和奥美拉唑肠溶胶囊构成。奥美拉唑肠溶胶囊（20mg）通过仿制药一致性评价，有利于扩大产品的市场份额，尽管 2021 年产品销量下降 9.6%但中标价有一定提高，总销售额有所扩大；由于整体市场竞争激烈，我们预计 21-23 年收入增速分别为-15%、0%、5%。
- 4、糖尿病类药物：主要由盐酸二甲双胍缓释片构成。该产品已通过仿制药一致性评价，并中标 2020 年第三批国家集采，集采受益，糖尿病类 2021 年增速为 31%，预计 2022-2024 年的增速分别为 15%、12%、10%。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- 5、枸橼酸爱地那非片：作为首个抗 ED 的国产 1.1 类新药，有望复制白云山“金戈”成功经验。“金戈”于 2014 年 10 月底上市，2015 年全年实现收入 2.3 亿元，到 2020 年实现收入 8.3 亿元，复合增速达 29.4%。公司可凭借在销售渠道和学术推广模式上的优势，有望实现快速放量。**假设 2022 年爱地那非收入为 1.6 亿元，2023-2024 年收入增速为 70%、40%**。1.1 类新药毛利率较高，我们假设爱地那非片毛利率为 90%。
- 6、原料药：公司具备多种原料药的生产和供应能力，且在安徽、河南建立了原料药生产基地，随着公司销售规模的扩大，原料药自主供应规模也将不断扩大，叠加公司募投项目提升了原料药产能和技术，假设 22-24 年收入同比增速分别为 10%、10%、10%；
- 7、技术服务：子公司悦康科创目前主要对内面向悦康药业体系内公司提供研发服务，首先保证自有项目的进行。假设 2022-2024 年收入同比增速分别为 3%、3%、3%；
- 8、公司在北京组建了集团药物研究院，同时在北京、广州、合肥建立了不同的制剂生产基地，拟进一步扩大核心产品产能，预计整体营业成本未来将下降，毛利率稳步提升，2022-2024 年分别为 72%、75%、77%；各核心药物板块的增速未来几年稳步提升，预计实现收入分别为 58.4、69.1、81.5 亿元，同比增长 18%、18%、18%；**实现归母净利润 6.7、8.9、12.1 亿元，同比增长 24%、32%、35%**，当前股价对应 PE 12/9/7X。利润增速显著超出收入增速系公司高毛利率创新药爱地那非片 2022 年上市后开始实现快速放量拉动公司整体利润率提升。

表 12 公司主营业务拆分及预测（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	27.0	39.8	42.9	43.4	49.7	58.4	69.1	81.5
增速		47.5%	7.7%	1.2%	14.5%	17.6%	18.3%	17.9%
毛利率 (%)	43.0	60.2	60.9	66.0	69.2	72.4	75.1	77.0
1.抗感染								
收入	13.0	15.7	16.9	11.8	11.4	9.7	9.7	10.2
增速		20.7%	7.5%	-30.0%	-3.4%	-15.0%	0.0%	5.0%
毛利率 (%)	25.2	36.3	37.2	34.8	25.4	15.0	15.0	15.0
2.心脑血管类								
收入	5.5	13.7	15.6	21.7	28.9	37.5	46.5	56.6
增速		147.7%	13.6%	39.2%	33.4%	29.5%	24.3%	21.7%
毛利率 (%)	87.8	93.2	92.5	92.9	93.8	94.0	94.0	94.0
3.消化系统类								
收入	4.6	5.4	6.0	4.9	4.8	4.0	4.0	4.2
增速		18.1%	11.3%	-18.1%	-3.8%	-15.0%	0.0%	5.0%
毛利率 (%)	57.4	65.9	65.5	55.1	57.0	56.0	55.0	55.0
4.糖尿病类								
收入	1.1	2.6	1.5	2.1	2.7	3.1	3.5	3.8
增速		138.5%	-44.2%	41.4%	31.2%	15.0%	12.0%	10.0%
毛利率 (%)	34.7	55.8	61.7	51.6	48.6	48.0	47.0	47.0
5.其他药物 (含 ED)								
收入	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	2.0	3.1	4.2
增速		41.9%	-15.9%	2.7%	23.7%	325.5%	56.0%	34.9%
毛利率 (%)	42.7	37.0	28.6	27.9	36.5	78.0	82.3	84.3
6.原料药								

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

收入	0.7	1.0	1.1	1.4	1.2	1.3	1.4	1.5
增速		43.9%	14.7%	27.5%	-16.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	4.6	3.9	4.9	12.8	7.5	8.0	8.0	8.0
7.技术服务								
收入	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
增速		35.7%	-5.3%	-16.7%	113.3%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率 (%)	36.5	28.4	15.3	26.4	-661.7	10.0	10.0	10.0
8.其他								
收入	1.7	0.8	1.3	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
增速		-50.9%	61.0%	-25.8%	-52.0%	6.4%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	14.6	25.4	31.5	28.4	39.1	30.0	30.0	30.0

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2. 投资建议

公司主营化药&中药，同时转型创新药，产品结构包含心脑血管、消化系统等领域，并拥有院内、院外等多渠道销售。根据公司业务和发展定位，我们选取包括以岭药业、一品红、贵州三力作为可比公司。截至 2022 年 5 月 9 日，可比公司 2022-2024 年平均 PE 为 25/20/16X。公司估值低于可比公司平均水平。结合公司具有前瞻性的核酸药物平台搭建及丰富研发管线布局，且公司三大重磅品种银杏叶提取物注射液、活心丸、爱地那非放量在即，未来成长空间大，首次覆盖，给予买入评级。

表 13 可比公司估值情况 (20220509)

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002603.SZ	以岭药业	462	13.4	16.9	20.3	24.0	34	27	23	19
300723.SZ	一品红	81	3.1	4.1	5.1	6.3	26	20	16	13
603439.SH	贵州三力	51	1.5	1.9	2.5	3.3	34	27	21	16
	平均值						31	25	20	16
688658.SH	悦康药业	80	5.5	6.7	8.9	12.1	14.8	11.9	9.0	6.6

资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：可比公司数据来自于 Wind 一致性预期）

5. 风险提示

- (1) 大品种增速放缓风险：公司的心脑血管产品银杏提取物注射液收入体量较大，达 20 亿元以上级别，如果增速放缓或者下滑，可能导致整个公司增速放缓；
- (2) 产品降价风险：公司银杏提取物注射液和其他仿制药产品可能进入集采目录，后续出现一定价格下降；
- (3) 新产品如活心丸和 ED 药物市场推广不及预期风险；
- (4) 新药产品研发进度不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,966	5,840	6,911	8,147	净利润	544	676	894	1,210
YoY(%)	14.4%	17.6%	18.3%	17.9%	折旧和摊销	142	645	812	890
营业成本	1,527	1,614	1,719	1,873	营运资金变动	-233	-52	-101	-116
营业税金及附加	64	72	86	102	经营活动现金流	515	1,280	1,618	1,997
销售费用	2,327	2,774	3,352	3,919	资本开支	-200	-479	-317	-347
管理费用	232	347	415	481	投资	-4	0	0	0
财务费用	-33	-16	-14	-21	投资活动现金流	-201	-479	-317	-347
研发费用	200	321	387	473	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-41	-10	-11	-12	债务募资	-151	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	筹资活动现金流	-408	-2	-2	-2
营业利润	637	772	1,022	1,386	现金净流量	-95	799	1,300	1,648
营业外收支	-8	0	0	0					
利润总额	629	772	1,022	1,386	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	86	96	128	176	成长能力				
净利润	544	676	894	1,210	营业收入增长率	14.4%	17.6%	18.3%	17.9%
归属于母公司净利润	545	675	894	1,210	净利润增长率	23.3%	23.8%	32.5%	35.3%
YoY(%)	23.3%	23.8%	32.5%	35.3%	盈利能力				
每股收益	1.21	1.50	1.99	2.69	毛利率	69.2%	72%	75%	77%
					净利率	10.9%	11.6%	12.9%	14.9%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	9.5%	10.4%	11.9%	13.6%
货币资金	2,436	3,235	4,535	6,183	净资产收益率 ROE	13.9%	14.7%	16.3%	18.1%
预付款项	30	23	27	30	偿债能力				
存货	632	652	706	766	流动比率	2.42	2.84	3.44	4.07
其他流动资产	968	1,085	1,269	1,507	速动比率	2.02	2.45	3.05	3.68
流动资产合计	4,066	4,996	6,536	8,485	现金比率	1.45	1.84	2.39	2.96
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	31.4%	29.0%	26.9%	24.7%
固定资产	1,199	961	406	-201	经营效率				
无形资产	181	227	265	307	总资产周转率	0.87	0.90	0.92	0.91
非流动资产合计	1,661	1,486	979	425	每股指标 (元)				
资产合计	5,727	6,482	7,515	8,910	每股收益	1.21	1.50	1.99	2.69
短期借款	9	9	9	9	每股净资产	8.72	10.22	12.21	14.90
应付账款及票据	800	844	901	981	每股经营现金流	1.14	2.84	3.60	4.44
其他流动负债	873	908	990	1,095	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,682	1,761	1,901	2,086	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	14.76	11.91	8.99	6.64
其他长期负债	117	117	117	117	PB	3.41	1.75	1.46	1.20
非流动负债合计	117	117	117	117					
负债合计	1,800	1,879	2,018	2,203					
股本	450	450	450	450					
少数股东权益	3	4	4	4					
股东权益合计	3,927	4,603	5,497	6,707					
负债和股东权益合计	5,727	6,482	7,515	8,910					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

王帅：中国药科大学本硕，药学与药事法规专业复合背景，有过药品研发、生产、销售经历。曾就职于财通证券、新时代证券，2019年10月加入华西证券，主要负责A+H股创新药标的。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。