

# 创新赋能，独家品种有望受益于销售组织架构优化持续放量

——康缘药业（600557）首次覆盖

买入（首次）

2023年06月06日

## 报告关键要素：

公司是推动中药现代化的领军型企业，是拥有独家创新品种最多、独家医保品种最多、独家基药品种最多的中药企业之一。公司积极探索符合公司文化和国家政策的营销组织架构，2021年底开始铺开的医院主管制，以及注射剂和非注射剂严格分开等销售策略调整，带来了近两年公司经营质量的提升、产品销量的提升以及销售人均创收等指标的提升。未来，随着公司销售短板逐步补齐，公司独家品种有望持续从资源优势转化为销售优势。

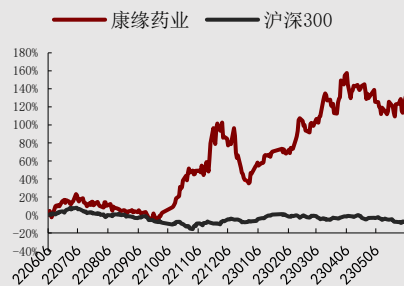
## 投资要点：

- **公司产品储备丰厚，重视研发，有望形成开发-临床-上市的良性循环。**截至2022年年报，公司共计获得药品生产批件205个，共有108个品种被列入2022版国家医保目录，独家品种24个；共有43个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为6个，以上品种为公司产品销售提供良好基础，可以有效抵御经济环境及行业政策给企业带来的不利影响。公司重视研发，研发支出总额占营业收入比例逐年提高，截至2023年5月，公司有26个中药新药，2023年，公司创新研发步伐持续加快，3款1类创新药相继提交临床申请，并顺利获得临床试验默示许可。
- **公司独家基药品种多，持续受益基药政策红利。**截至2022年末，公司手握46个中药独家品种，包括6个独家基药品种。国家基药“986配置政策”以及公立医院绩效考核推动基药品种终端放量，基药品种有望持续受益政策红利实现终端放量。2023年5月10日，国家卫健委召开药政工作会议，提及基药、短缺药、儿童药等药品的保障作为2023年的重点工作任务，新版基药目录有望今年落地。
- **销售组织架构调整，营销短板逐步补齐，资源优势有望逐步转化为销售优势。**过去，受限于销售资源分配不合理，潜力产品规模受限。公司一直积极探索符合公司文化和国家政策的销售组织架构，2021年底开始铺开医院主管制，取消之前的分线条销售，同时，实行注射剂和非注射剂分拆销售的策略，推动了公司产品销售的同时，经

## 基础数据

总股本(百万股)	584.60
流通A股(百万股)	576.43
收盘价(元)	29.71
总市值(亿元)	173.68
流通A股市值(亿元)	171.26

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：

S0270522030001

电话：

18221003557

邮箱：

huangjj@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4350.87	5283.41	6341.69	7596.36
增长比率(%)	19.25	21.43	20.03	19.78
净利润(百万元)	434.47	569.21	644.63	730.56
增长比率(%)	35.54	31.01	13.25	13.33
每股收益(元)	0.74	0.97	1.10	1.25
市盈率(倍)	36.89	28.16	24.87	21.94
市净率(倍)	3.37	3.01	2.69	2.39

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

营效率得以提升。未来随着公司销售能力进一步完善，潜力产品有望持续增长。

- **三大核心单品有望稳步增长，多个二线潜力品种有望助力实现股权激励业绩目标。**热毒宁注射液在中药注射剂政策受限、疫情以及公司销售资源分配不合理等负面影响消除下，未来有望受益于新冠带来的行业口碑提升，“专人专做”销售政策实现存量恢复；银杏二萜内酯葡胺注射液在竞品中具备技术优势，有望逐步替代低端产品；金振口服液是独家基药产品，有望在儿科中成药领域保持领先地位。其他二线产品多具备各自竞争优势，例如杏贝止咳颗粒（行业空间大，和公司金振口服液形成协同）、散寒化湿颗粒（有望纳入医保实现以价换量）等有望在公司营销资源调整下实现持续增长。2022 年公司发布了股权激励计划，对总收入，总利润和非注射剂的收入和利润增速都做了要求，在公司注射剂稳定发展和非注射剂业务持续增长下，股权激励目标达成可期。

**盈利预测与投资建议：**公司是中药创新龙头企业，产品储备丰厚，独家基药和独家医保品种数量众多，公司积极调整销售组织架构，销售短板有望逐步补齐，潜力品种规模提升可期。预计 2023/2024/2025 年收入为 52.83 亿元/63.42 亿元/75.96 亿元，对应归母净利润 5.69 亿元/6.45 亿元/7.31 亿元，对应 EPS0.97 元/股、1.10 元/股、1.25 元/股，对应 PE 为 28.16/24.87/21.94（对应 2023 年 6 月 2 日收盘价 27.42 元）。基于公司产品的竞争优势，终端销量提升潜力，预计公司未来将保持持续增长，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险因素：**政策变化风险、产品质量控制风险、研发不达预期风险、药品市场准入风险

## 正文目录

<b>1 康缘药业：国内中药创新龙头企业</b> .....	<b>5</b>
1.1 创新驱动，聚焦中医药，布局化药和生物药 .....	5
1.2 股权结构稳定，董事长当选工程院院士 .....	5
1.3 股权激励彰显公司管理层决心，口服药是考核重点 .....	7
<b>2 政策利好公司业务长期发展</b> .....	<b>7</b>
2.1 中药创新药：受益于政策托底，具备长期发展优势 .....	7
2.2 中药注射剂：高质量中药注射剂具备发展空间 .....	8
2.3 基药：“986”和“1+X”等政策红利，独家基药产品具备放量潜力 .....	10
<b>3 公司逐步补齐销售短板，经营效率提升</b> .....	<b>11</b>
3.1 销售组织架构优化 .....	11
3.1.1 以学术推广为主，招商代理协同的销售模式 .....	11
3.1.2 分线条营销改为医院主管制 .....	11
3.1.3 注射剂和非注射剂分开销售 .....	11
3.2 销售能力提升拉动公司整体业绩和经营质量的提升 .....	12
<b>4 产品储备丰富，创新持续赋能</b> .....	<b>14</b>
4.1 存量产品：独家品种多，大力发展非注射剂品种 .....	14
4.2 在研产品：在研管线储备丰富，有望形成开发-临床-上市良性循环 .....	17
<b>5 公司产品有望从资源优势转化为销售优势</b> .....	<b>19</b>
5.1 三大核心产品支撑公司整体业绩稳健增长 .....	19
5.1.1 热毒宁注射液：专人专做，疫情期间疗效获得认可，销量恢复可期 .....	19
5.1.2 银杏二萜内酯葡胺注射液：学术推广有望推动替代低端产品 .....	21
5.1.3 金振口服液：独家基药儿科产品，有望持续受益政策和赛道红利 .....	24
5.2 众多二线潜力品种具备竞争优势，销售资源重新分配推动增长 .....	26
<b>6 盈利预测</b> .....	<b>29</b>
<b>7 投资建议</b> .....	<b>31</b>
<b>8 风险提示</b> .....	<b>32</b>
图表 1: 康缘药业发展历程 .....	5
图表 2: 康缘药业股权结构（截至 2023Q1） .....	6
图表 3: 康缘药业高管介绍（截至 2023Q1） .....	6
图表 4: 康缘药业股权激励 .....	7
图表 5: 中药创新药相关政策 .....	8
图表 6: 中药创新药每年获批上市数量 .....	8
图表 7: 中药创新药每年上市和临床申请数量 .....	8
图表 8: 中药注射剂受限政策 .....	9
图表 9: 2015-2019 年重点城市公立医院终端中药注射剂年度销售趋势 .....	9
图表 10: 中药注射剂不良反应占比 .....	10
图表 11: 我国历次基药目录品种情况 .....	10
图表 12: 康缘药业专业学术推广、招商代理及普药助销三位一体的销售模式 .....	11
图表 13: 康缘药业销售人员数量和销售人员占比 .....	12
图表 14: 康缘药业销售人员人均营收（营业收入口径：百万元/人） .....	12
图表 15: 康缘药业收入 2020 年以来稳步增长 .....	13

图表 16: 康缘药业归母净利润 2020 年以来稳步增长 .....	13
图表 17: 康缘药业经营活动产生的现金流净额 .....	13
图表 18: 康缘药业应收账款: 亿元 .....	14
图表 19: 康缘药业应收账款周转率 .....	14
图表 20: 康缘药业 46 个独家中药品种 (包含 6 个独家基药品种) .....	14
图表 21: 康缘药业产品矩阵 .....	15
图表 22: 康缘药业各治疗领域产品收入和增速: 亿元 .....	16
图表 23: 康缘药业各治疗领域产品收入占比 .....	16
图表 24: 康缘药业各治疗领域产品毛利占比 .....	16
图表 25: 康缘药业注射剂和非注射剂销售额和增速 .....	17
图表 26: 康缘药业各剂型产品收入占比 .....	17
图表 27: 康缘药业各剂型产品毛利占比 .....	17
图表 28: 康缘药业研发支出和增速 .....	18
图表 29: 康缘药业和同行企业研发占收入比例对比 .....	18
图表 30: 康缘药业研发管线 (截至 2023 年 5 月) .....	18
图表 31: 热毒宁注射液销量和增速 .....	20
图表 32: 康缘药业对热毒宁注射液研究持续投入 .....	20
图表 33: 银杏二萜内酯葡胺注射液经过两次医保谈判价格从 650 元/支降至 93.7 元/支 .....	21
图表 34: 银杏二萜内酯葡胺注射液销量 .....	21
图表 35: 中国脑卒中发病人数持续上升: 千人 .....	22
图表 36: 银杏叶各活性成分特点 .....	22
图表 37: 我国市场上的主要银杏叶提取物注射液类品种 .....	23
图表 38: 金振口服液销量和增速 (2021 年之前) .....	24
图表 39: 金振口服液销量和增速 (2021 年之后) .....	24
图表 40: 2022H1 中国公立医疗机构终端儿科中成药 TOP20 产品: 亿元 .....	25
图表 41: 中国综合医院分科儿科门诊人次数 .....	25
图表 42: 近两年国家发布的儿科药相关政策法规 .....	26
图表 43: 杏贝止咳颗粒: 由经典名方加减化裁而来 .....	27
图表 44: 中国公立医疗机构终端止咳祛痰平喘中成药销售额前十名 .....	27
图表 45: 散寒化湿颗粒: 源于五大经典名方化裁, 结合抗疫一线临床诊疗经验 .....	28
图表 46: CKD (慢性肾炎综合征) 流行病学 .....	29
图表 47: 参乌益肾片研发历程 .....	29
图表 48: 参乌益肾片临床优势 .....	29
图表 49: 康缘药业收入拆分: 百万元 .....	31

## 1 康缘药业：国内中药创新龙头企业

### 1.1 创新驱动，聚焦中医药，布局化药和生物药

公司前身为成立于1975年的连云港中药厂，于1996年改制，2002年在上海证券交易所主板上市。公司秉承“现代中药，康缘智造”的良好愿景，坚持创新驱动，以中医药发展为主体，并积极布局化学药、生物药等领域。截至2022年末，公司共计获得药品生产批件205个，其中46个药品为中药独家品种，共有4个中药保护品种。公司整体科研及技术开发能力较强，截至2022年末，公司获得发明专利授权 571 件，拥有中药新药 54 个、化学药新药 9 个，在国内中药企业中处于领先地位。

图表1:康缘药业发展历程

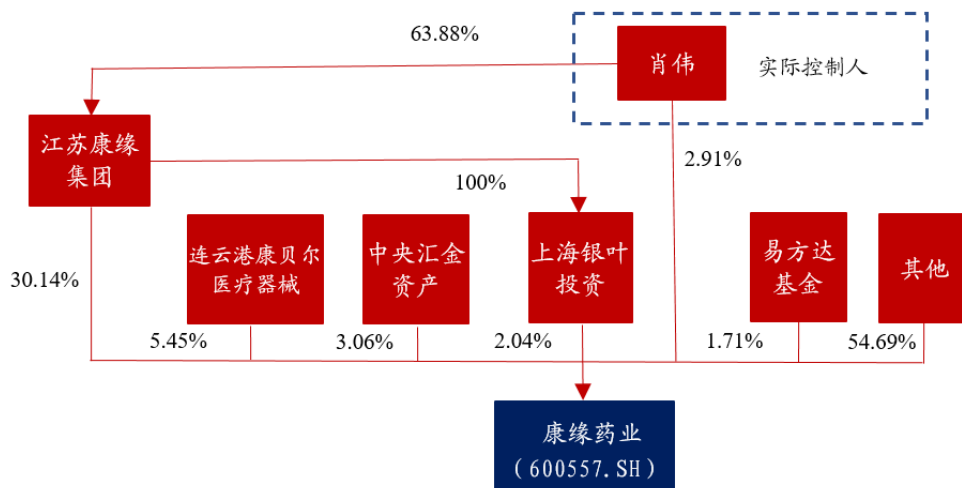
年份	事件
1975	成立连云港中药厂
1996	改制成连云港康缘制药有限公司
2000	变更为江苏康缘药业股份有限公司；公司荣获重点高新技术企业
2002	在上海证券交易所上市；建立国家级博士后科研工作站
2003	成立康缘药业现代中药研究院
2004	公司旗下桂枝茯苓胶囊申请美国 FDA
2005	公司获评国家认定企业技术中心；旗下热毒宁注射液上市
2010	中药制药过程新技术国家重点实验室批准建设，获评中国驰名商标
2012	桂枝茯苓胶囊启动美国 IIa 临床研究；热毒宁注射剂销售规模突破 10 亿元；康缘现代中药健康产业园建成；银杏二萜内酯葡胺注射液被评为“2012 年度十大重磅处方药”
2013	热毒宁注射液获第十五届中国专利金奖
2014	公司获评国家技术创新示范企业、国家创新型试点企业
2015	中药智能化提取精制工厂建成并投入使用
2018	“银杏二萜内酯强效应组合物的发明及制备关键技术与应用”获国家技术发明二等奖
2019	“含有银杏内酯的制剂及其制备工艺”专利荣获第二十一届中国专利金奖
2020	现代中药智能化固体制剂工厂建成并投入使用

资料来源：公司官网，万联证券研究所

### 1.2 股权结构稳定，董事长当选工程院院士

截至2023年第一季度，公司第一大股东江苏康缘集团持有公司30.14%比例的股份，公司董事长肖伟直接持股公司2.91%比例的股份，通过江苏康缘集团间接持有公司19.25%比例的股份，合计持股 22.16%，为康缘药业实际控制人，公司股权结构稳定。

图表2:康缘药业股权结构 (截至 2023Q1)



资料来源: 公司公告, wind, 万联证券研究所

公司管理团队包含研发、销售、财务等专业出身人士。公司董事长肖伟2021年当选中国工程院院士,是中药学博士,研究员级高级工程师,第十三届全国人大代表,国家药典委员会执行委员,享受国务院特殊津贴,2000年11月起任公司董事长,2008年10月至2021年4月兼任公司总经理,2005年至今兼任康缘集团董事长。管理团队其他成员具备相关领域丰富经历,例如总经理杨永春1997年加入公司,从基层岗位做到销售总监,熟悉公司文化、产品发展历程;市场开发负责人潘宇曾经先后在西安杨森制药有限公司,赛诺菲安万特制药有限公司,辉瑞投资有限公司,微岩医学科技(北京)有限公司担任营销相关的管理职务,拥有深厚的营销经验。

图表3:康缘药业高管介绍 (截至 2023Q1)

姓名	职务	简历
肖伟	董事长	中国工程院院士, 中药学博士, 研究员级高级工程师, 第十三届全国人大代表, 国家药典委员会执行委员, 享受国务院特殊津贴。2000年11月起任公司董事长, 2008年10月至2021年4月兼任公司总经理。2005年至今兼任康缘集团董事长。
王振中	副董事长	博士研究生, 研究员级高级工程师。1993年进入公司, 历任质量管理部部长、中药研究所副所长、化学药研究所所长、研发中心副主任兼药化研究所、药理研究所所长、科研总监、研究院执行院长等。2010年3月至2019年12月任公司副总经理, 2016年9月起任公司第六届、第七届董事会董事, 2019年12月起任公司第七届董事会副董事长。
杨永春	总经理	1997年进入公司, 历任营销财务部经理、审计部主任、办事处经理、分公司副经理、分公司经理、销售总监等。2008年7月至2021年4月任公司副总经理。2019年12月起任公司第七届董事会董事, 2021年4月起任公司总经理。
吴云	副总经理	研究员级高级工程师。2003年进入公司, 历任中药研究所研究员、制剂研究所研究员、中药天然药物新药研究所所长, 2017年至2019年12月任公司研究院研发总监。2019年12月起任公司副总经理, 2021年12月起任公司第七届董事会董事。
高海鑫	副总经理	2014年加入公司, 历任董事长秘书, 总经理办公室主任, 生产党委书记, 生产总监, 现任江苏康缘药业股份有限公司党委书记兼公司销售系统江苏事业部销售总监。
潘宇	副总经理	曾经先后在西安杨森制药有限公司, 赛诺菲安万特制药有限公司, 辉瑞投资有限公司, 微岩医学科技(北京)有限公司担任营销相关的管理职务。2021年7月加入公司, 现任江苏康缘药业股份有限公司市场开发中心负责人兼康缘药业现代中药

		研究院副院长。
刘权	副总经理	本科学历，中共党员。2000年进入公司，历任公司销售代表、地区经理、省区经理、销售总监，2018年起任公司销售公司副总经理。2019年12月起任公司副总经理。
王传磊	副总经理	1998年起先后在史克必成(中国)有限公司，上海先灵葆雅制药有限公司，舒泰神(北京)生物制药股份有限公司任销售代表，省区经理，大区经理，销售总监。2016年加入公司，曾任江苏康缘药业股份有限公司尤赛金(“银杏二萜内脂葡胺注射液”简称)事业部销售总监，现任销售系统招商代理，零售，第三终端业务板块负责人。
肖安亮	财务总监	2010年加入公司，历任江苏康缘药业股份有限公司生产成本部经理，营销管理部经理，现任江苏康缘药业股份有限公司财务部经理。
邱洪涛	董事会秘书	自2002年10月起先后在吉林纸业股份有限公司，苏宁环球股份有限公司，道有道(北京)科技股份有限公司负责证券事务工作。2015年8月加入公司，现任公司证券管理中心经理兼投资部经理，证券事务代表。

资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

### 1.3 股权激励彰显公司管理层决心，口服药是考核重点

2022 年公司发布股权激励计划，2022年完成了股权激励2022年度第一期解限指标，已向 161 名激励对象授予限制性股票 816.9 万股。股权激励对象主要为公司董事、负责销售业务的高级管理人员、研发系统及销售系统核心人员。业绩考核目标分为公司层面业绩考核、个人层面绩效考核两个层次。公司层面业绩考核指标设置了营业收入增长率、净利润增长率、非注射剂产品营业收入增长率。个人层面绩效设置了严密的绩效考核指标，能够对激励对象的工作绩效作出较为准确、全面的综合评价。

图表4:康缘药业股权激励

	2022 (第一个解除限售期)	2023 (第二个解除限售期)	2024 (第三个解除限售期)
收入增速	≥22%	≥20%	≥18%
归母净利润增速	≥24%	≥22%	≥20%
非注射剂产品收入增速	≥22%	≥23%	≥22%

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

通过构建创新的长期激励机制，形成全新的“利益共同体”，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，进一步提升公司员工的凝聚力和团队稳定性，同时有效激发管理团队的积极性，提高经营效率，促进公司长期稳健发展。

## 2 政策利好公司业务长期发展

### 2.1 中药创新药：受益于政策托底，具备长期发展优势

利好政策和临床需求双轮驱动下，中药处方药迎来长期发展机遇。自2019年以来，国家陆续颁布各种鼓励中医药发展政策，从注册分类、医保支付、加强监管等方面推动中医药高质量发展。疫情期间也凸显了中医药的战略地位，群众对中药接受度进一步提高。中医药在治疗慢病、疑难杂症方面的优势有望得到发挥空间。

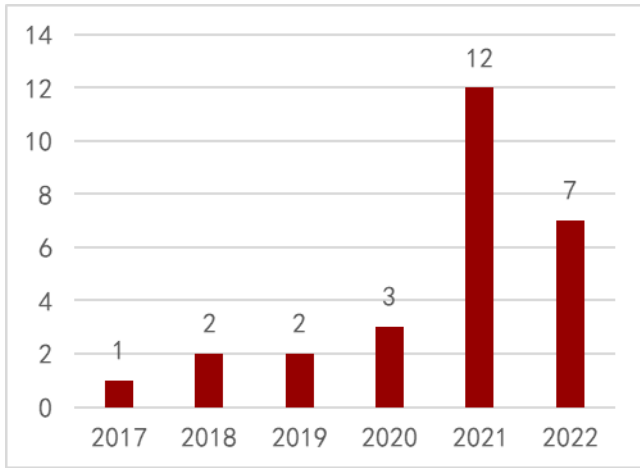
图表5: 中药创新药相关政策

颁发机构	颁发日期	颁发政策
国务院办公厅	2019.10	《关于促进中医药传承创新发展的意见》
	2021.2	《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》
	2022.3	《“十四五”中医药发展规划》
	2023.2	《中医药振兴发展重大工程实施方案》
国家药监局	2020.9	《中药注册分类及申报资料要求》
	2020.12	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》
	2023.2	《中药注册管理专门规定》
药品审评中心	2021.8	《按古代经典名方目录管理的中药复方制剂药学研究技术指导原则（施行）》
	2022.1	《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则》
	2022.4	《基于人用经验的中药复方制剂新药临床研发指导原则（试行）》
	2022.12	《同名同方研究技术指导原则（试行）》

资料来源：国务院办公厅，国家药监局，CDE，万联证券研究所

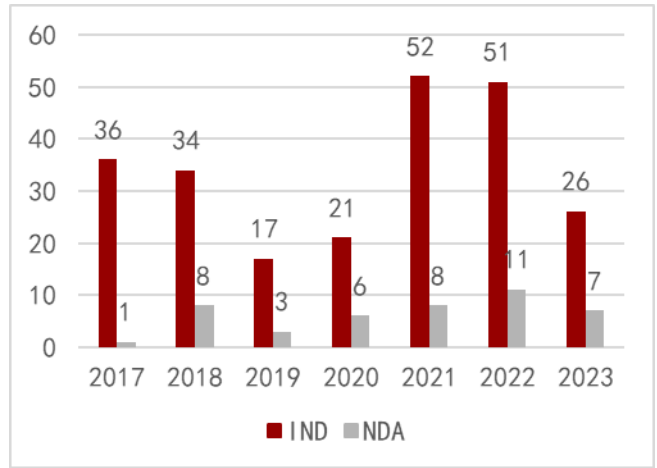
2021年有12个中药创新药获批上市，是近几年中药创新药获批上市数量最多的一年，2022年获批数量有所下降，国家药监局批准7个中药新药上市，其中有3个一类新药；从上市注册和临床申请数量看，2022年分别有51个（-1）和11（+3）；2023年截至4月18日，上市和临床申请数量分别为26个和7个，已超过2022年全年的一半数量，显示中药创新热情持续。

图表6: 中药创新药每年获批上市数量



资料来源：米内网，万联证券研究所

图表7: 中药创新药每年上市和临床申请数量



资料来源：CDE，万联证券研究所（数据截至2023年4月18日）

## 2.2 中药注射剂：高质量中药注射剂具备发展空间

受中成药“限方”、修订说明书、医保支付限定范围、重点监控等政策影响，中药注射剂频频受挫，2015-2019年，重点城市公立医院终端中药注射剂市场销售收入从110.83亿元降至98.15亿元，增速从30.50%降至-4.59%。目前进入医保目录的中药注射剂大多都设置了支付限制。

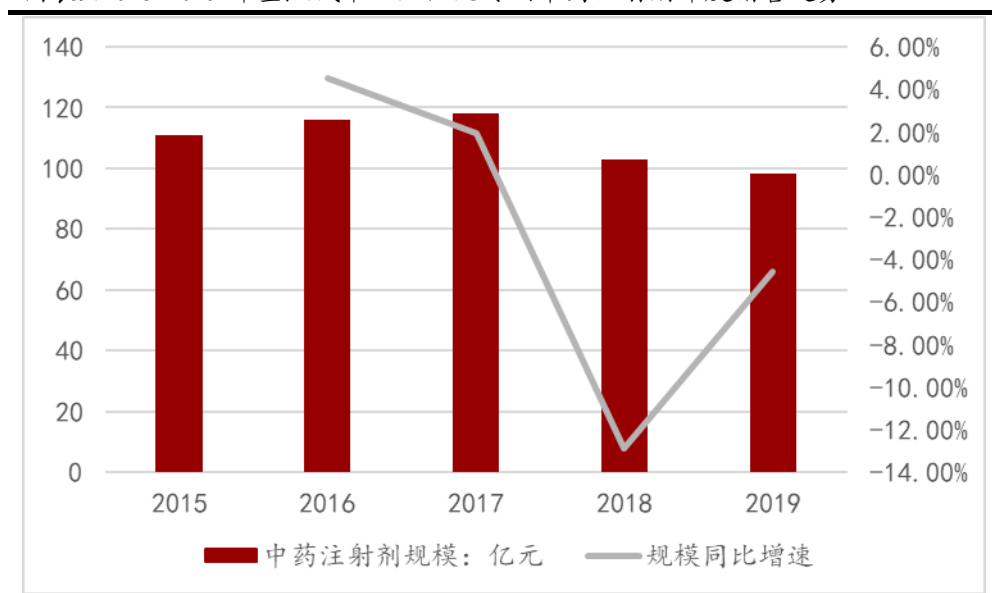


图表8: 中药注射剂受限政策

政策日期	机构	文件/政策	政策内容
2012.1	CFDA	《关于拟淘汰部分中药注射剂品种征求意见的函》	提出淘汰临床使用少，安全性和有效成本不充分，现有标准难以保证产品质量的11个品种
2017.10	国务院办公厅	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	要求严格药品注射剂审评审批，药品注射剂再评价
2017.11-2018.7	国家药监局	陆续发布公告	包括修订多个中药注射剂的说明书。例如，生脉注射液、参麦注射液、柴胡注射液、丹参注射液、清开灵注射液、血塞通注射液、注射用血塞通（冻干）和血栓通注射液、注射用血栓通（冻干）等
2018.7	国家药监局	全国药品监管工作会	局长焦红对下半年工作做具体部署，启动药品注射剂再评价工作
2023.2	国家药监局	《中药注册管理专门规定》	持有人应当加强对药品全生命周期的管理，加强对安全性风险的监测、评价和分析，应当参照相关技术指导原则及时对中药说明书【禁忌】、【不良反应】、【注意事项】进行完善。中药说明书【禁忌】、【不良反应】、【注意事项】中任何一项在本规定施行之日起满3年后申请药品再注册时仍为“尚不明确”的，依法不予再注册。

资料来源：国家药监局，国家医疗保障局，中国政府网，健识局，米内网，万联证券研究所

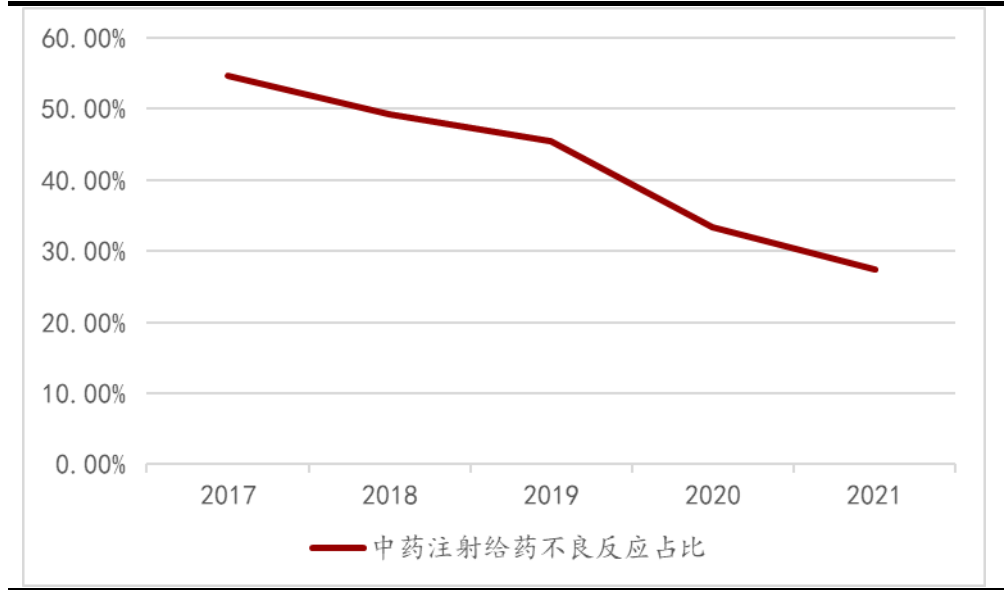
图表9: 2015-2019年重点城市公立医院终端中药注射剂年度销售趋势



资料来源：药闻康策，万联证券研究所

经过几年政策层面对中药注射剂的监管、临床限制等，中药注射给药不良反应占比持续下降，说明临床安全性差，医生认可度低的产品逐步淘汰，剩下的产品都经受了市场的考验，获得医院和医生认可，这部分注射剂安全性高，临床数据较完善，在行业政策影响逐步消化下，具备长期发展空间。

图表10: 中药注射剂不良反应占比



资料来源：界面新闻，《国家药品不良反应监测年度报告》，万联证券研究所

### 2.3 基药：“986”和“1+X”等政策红利，独家基药产品具备放量潜力

截至2022年年报，公司共有43个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为6个，分别是桂枝茯苓胶囊，金振口服液，复方南星止痛膏，腰痹通胶囊，银翘解毒软胶囊和杏贝止咳颗粒。新版基药目录有望今年发布，公司基药产品有望在政策推动下扩大终端覆盖率，带动量增。

#### ■ 国家重视基本药物发展，基药目录扩容和覆盖率提升可期

在我国基药采取“986”的原则，基层医疗卫生机构、二级和三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%，各级医疗机构应形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物）用药模式。2018年基药目录覆盖685个品种，根据赛柏蓝报道，新版基药目录有望扩容至1000种，中成药是准入焦点。

图表11: 我国历次基药目录品种情况

年份	版本	目录品种数：个		品种总数：个
		化学药/生物药	中成药	
1981	第一版	278	0	278
1996	第二版	699	1699	2398
2009	第三版	205	102	307
2012	第四版	317	203	520
2018	第五版 (现行)	417	268	685

资料来源：国家卫健委，米内网，万联证券研究所

#### ■ 基药目录二级以上公立医院覆盖率提升空间大，基药产品成长空间大

2023年4月7日，国家卫健委发布《关于2021年度全国二级公立医院绩效考核国家监测分析情况的通报》提到，基本药物主体地位不明显，二级公立医院基本药物采购品种数占比45.73%，较2020年下降1.06个百分点。相比986政策要求二级公立医院的80%配比还有很大的差距。2022年12月21日，国家卫健委发布《关于2021年度全国三级公立医院绩效考核国家监测分析情况的通报》提到，基本药物主导地位进一步强化，基

本药物采购品种数占比为42.59%，较2020年提升0.70个百分点；相比986政策要求三级公立医院的60%配比还有一定的差距。随着公立医院对基药采购比例提升、医生处方占比提升，基药产品规模有望进一步提升。

### 3 公司逐步补齐销售短板，经营效率提升

公司多年来积极探索营销改革，摸索符合公司文化，适应国家政策的销售组织架构，逐步弥补销售短板。

#### 3.1 销售组织架构优化

##### 3.1.1 以学术推广为主，招商代理协同的销售模式

公司的销售模式主要采取专业学术推广、招商代理及普药助销三位一体的模式。学术推广是公司医药销售的主要特色，招商代理模式是专业学术推广的补充销售模式，普药助销模式主要针对大众化的非独家产品。公司不断加强自营团队的学术转化能力，同时根据产品特征以及公司销售能力，部分产品扩大经销商规模，实现市场快速覆盖。

图表12:康缘药业专业学术推广、招商代理及普药助销三位一体的销售模式

销售模式	销售模式内容
学术推广	公司坚持自建销售队伍，成立临床自营业态、招商代理业态、OTC业态、分销综合业态销售团队，依靠专业学术推广队伍，通过专业医疗领域的学术带头人和各种层级、各种形式的学术推广活动，把产品临床应用研究成果传递给各级医疗机构目标医生与从业人员，从而提高公司医药产品的知名度和医生的认可度。同时终端药品使用情况也能由销售团队反馈至生产系统、研发系统，对公司的质量管理、研发创新、库存控制起到了积极的促进作用。
招商代理	招商代理主要是针对公司部分品种，为了实现快速的市场覆盖，形成市场规模，在全国或部分地区进行精细化招商，由经销商为公司提供分销配送服务，公司为经销商提供学术支持、监管考核，双方在互利共赢的基础上扩大产品的市场占有率。
普药助销	公司通过与医药商业公司合作完成面向终端的市场分销工作。公司主要客户为医药商业公司，通过全国各地医药商业公司将产品销售到各类医药终端，并由销售人员进行终端学术的推广工作。公司主要产品的终端市场定价原则是：完全执行国家谈判及省级药品集中采购价格。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

##### 3.1.2 分线条营销改为医院主管制

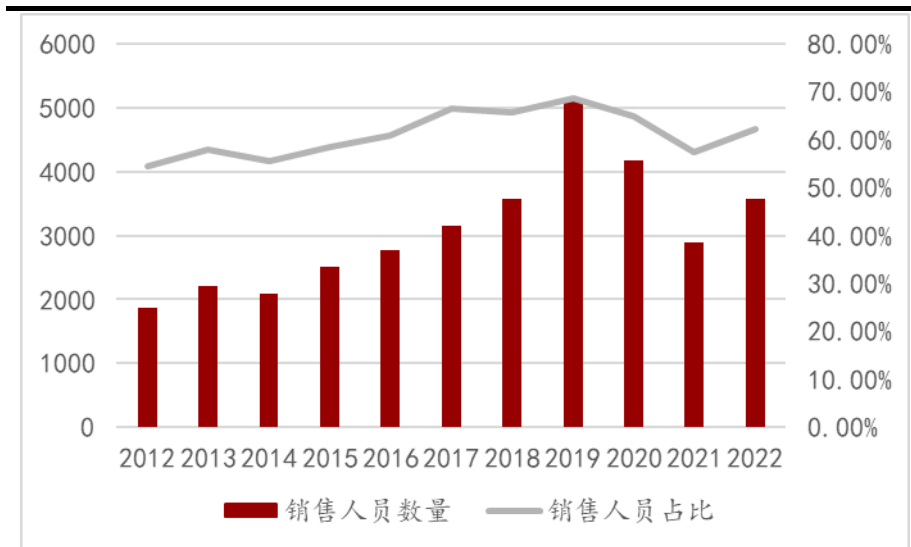
公司2021年四季度开始铺开医院主管制，产品销售策略由分线条销售转为医院主管制，医院主管、代表之间横向纵向联合，在区域市场形成立体销售网络，对终端实行全面覆盖，每个医院主管团队负责几家医院所有产品的销售。医院主管制将销售指标对标到个人，可以有效发挥公司销售资源，做到重点和潜力产品均有人覆盖，实现产品规模增长。

##### 3.1.3 注射剂和非注射剂分开销售

公司总结之前的销售经验，将注射剂和非注射剂销售严格拆开，做注射剂产品的销售就不能再做非注射剂产品，这样能确保注射剂和非注射剂条线都有人覆盖，避免了销售资源分配不合理导致部分产品规模受限的情况。

从销售人员数量看，2019年公司销售人员达到5137人的峰值，然后公司开始精减销售人员数量，2021年销售人员数量减少至2898人，2022年公司又根据人员需求将销售人员增添至3576人，销售人员数量的波动也显示公司有在积极调整销售策略。

图表13:康缘药业销售人员数量和销售人员占比



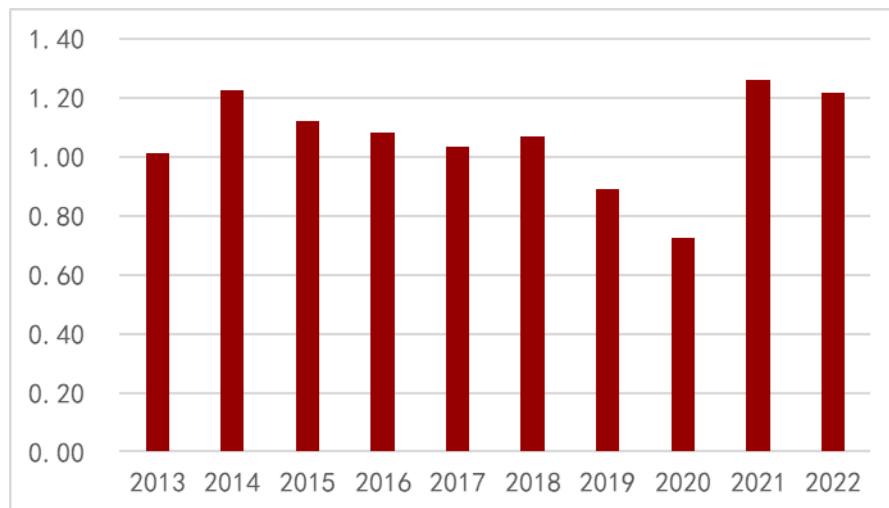
资料来源:公司公告, 万联证券研究所

### 3.2 销售能力提升拉动公司整体业绩和经营质量的提升

#### 1) 销售人员人均创收在2021和2022年出现拐点

从销售人员人均创收看,公司2014年至2020年人均创收一路下滑,2021年和2022年人均创收出现拐点,分别大幅提升至1.26百万元/人和1.22百万元/人,说明公司过去受制于营销短板,产品运作效率较低,近两年受益于销售组织架构优化,公司销售能力出现了明显改善。

图表14:康缘药业销售人员人均营收(营业收入口径:百万元/人)

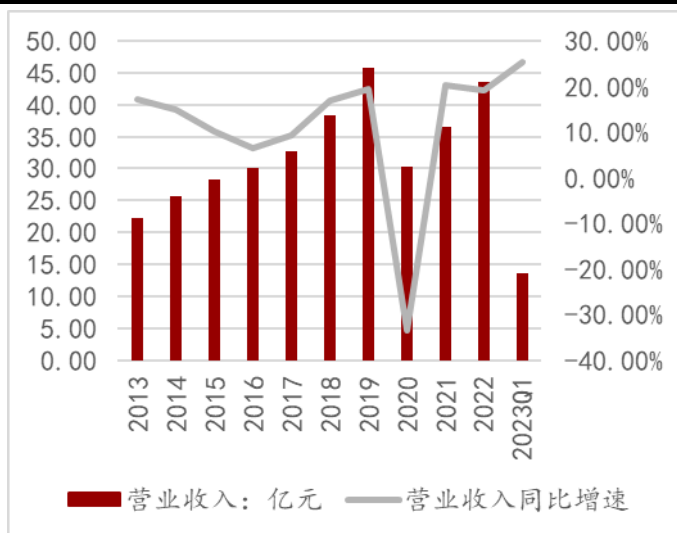


资料来源:公司公告, 万联证券研究所;

#### 2) 公司整体业绩稳步增长

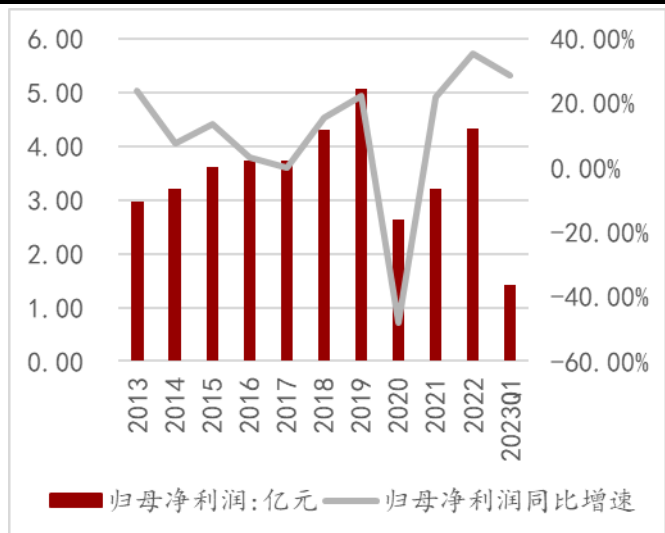
公司营业收入和归母净利润稳步增长,2021年、2022年和2023年一季度收入分别实现20.34%、19.25%、25.39%的增速,归母净利润分别实现21.92%、35.54%、28.60%的增速,收入和归母净利润基本恢复到2019年的水平。

图表15:康缘药业收入 2020 年以来稳步增长



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表16:康缘药业归母净利润 2020 年以来稳步增长

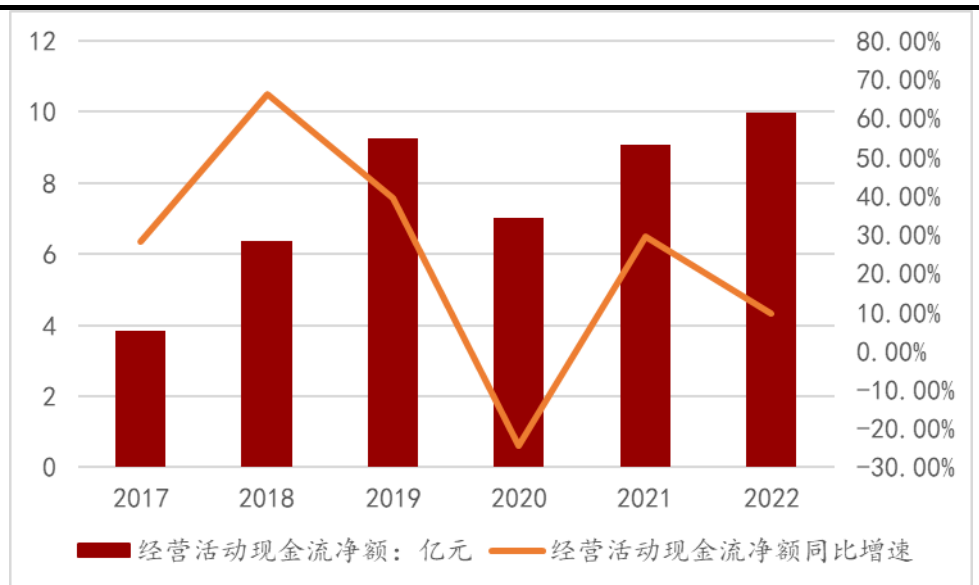


资料来源: wind, 万联证券研究所

### 3) 经营效率提升

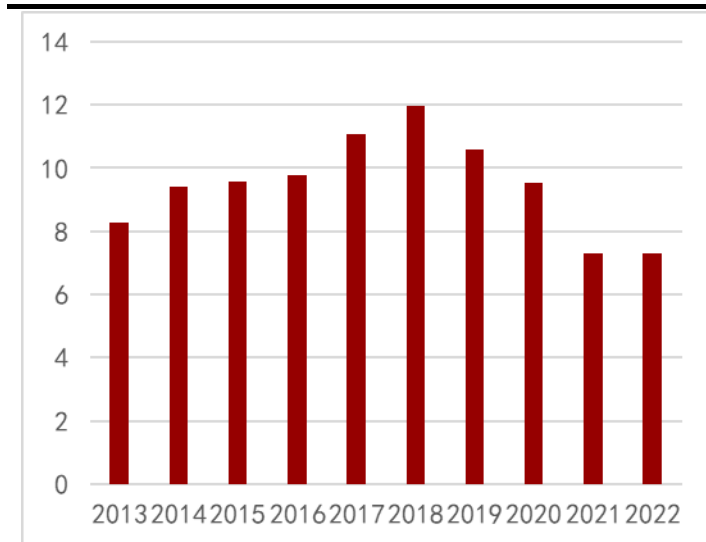
公司经营现金流净额, 应收账款绝对值, 应收账款周转率近几年都有较好改善。2020年到2022年, 经营现金流净额从7.01亿元增长至9.96亿元, 应收账款从9.55亿元降低至7.28亿元, 应收账款周转率从3.01提升至5.96。

图表17:康缘药业经营活动产生的现金流净额



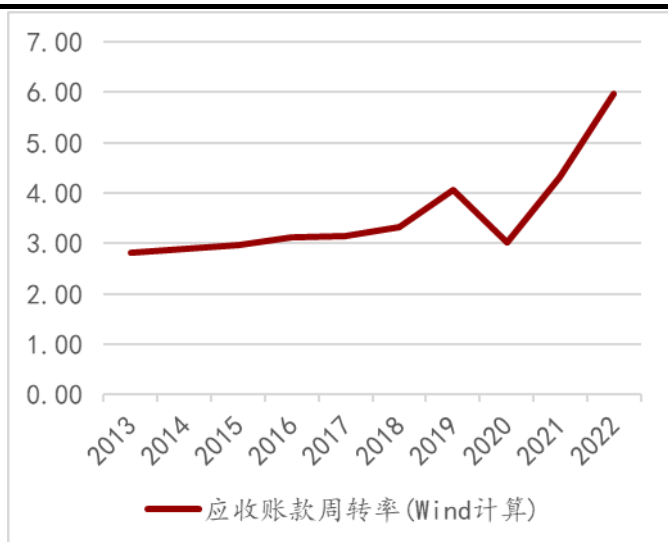
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表18:康缘药业应收账款: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表19:康缘药业应收账款周转率



资料来源: wind, 万联证券研究所

## 4 产品储备丰富, 创新持续赋能

### 4.1 存量产品: 独家品种多, 大力发展非注射剂品种

截至2022年年报, 公司共计获得药品生产批件205个, 其中46个药品为中药独家品种, 共有4个中药保护品种。公司产品共有108个品种被列入2022版国家医保目录, 其中甲类47个, 乙类61个, 独家品种24个; 共有43个品种进入国家基本药物目录, 其中独家品种为6个。

图表20:康缘药业 46 个独家中药品种 (包含 6 个独家基药品种)

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	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	15	桂枝茯苓片	是	否	29	金红片	否	否
2	金振口服液	是	是	16	大林红景天片	是	否	30	双黄连软胶囊	否	否
3	复方南星止痛膏	是	是	17	通塞脉胶囊	是	否	31	痛安注射液	否	否
4	豚痹通胶囊	是	是	18	七味通痹口服液	是	否	32	金红颗粒	否	否
5	银翘解毒软胶囊	是	是	19	参乌益肾片	是	否	33	金振颗粒	否	否
6	杏贝止咳颗粒	是	是	20	银杏二萜内酯葡胺注射液	是	否	34	益坤宁片	否	否
7	天舒胶囊	是	否	21	龙血通络胶囊	是	否	35	橘红痰咳泡腾片	否	否
8	通塞脉片	是	否	22	九味熄风颗粒	是	否	36	天舒软胶囊	否	否
9	散结镇痛胶囊	是	否	23	筋骨止痛凝胶	是	否	37	芪葛口服液	否	否
10	天舒片	是	否	24	银翘清热片	是	否	38	羌黄祛痹颗粒	否	否
11	大林红景天胶囊	是	否	25	十滴水软胶囊	否	否	39	芪葛颗粒	否	否
12	热毒宁注射液	是	否	26	元胡止痛软胶囊	否	否	40	冰七胶囊	否	否
13	复方益母颗粒	是	否	27	羚羊角注射液	否	否				
14	逍遥片	是	否	28	加味藿香正气软胶囊	否	否				

资料来源: 公司2022年年报, 万联证券研究所

#### ■ 呼吸和心脑血管领域产品贡献主要收入

公司专注于呼吸感染、妇科、心脑血管、骨伤科等中医优势疾病领域。呼吸与感染疾病产品线的代表品种有金振口服液、热毒宁注射液、杏贝止咳颗粒、散寒化湿颗粒、银翘清热片、银翘解毒软胶囊等; 妇科产品线的代表品种有桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊等; 心脑血管产品线的代表品种有银杏二萜内酯葡胺注射液、天舒胶囊、天舒片、

龙血通络胶囊、通塞脉片、益心舒片、大株红景天胶囊、苻蓉总苷胶囊等；骨伤科产品线的代表品种有复方南星止痛膏、腰痹通胶囊、筋骨止痛凝胶、七味通痹口服液、淫羊藿总黄酮胶囊等；同时还拥有具有补肾健脾、活血利湿功效的参乌益肾片，治疗小儿多发性抽动症的九味熄风颗粒，具有补血养气、固本止汗功效的黄芪精口服液等药品。

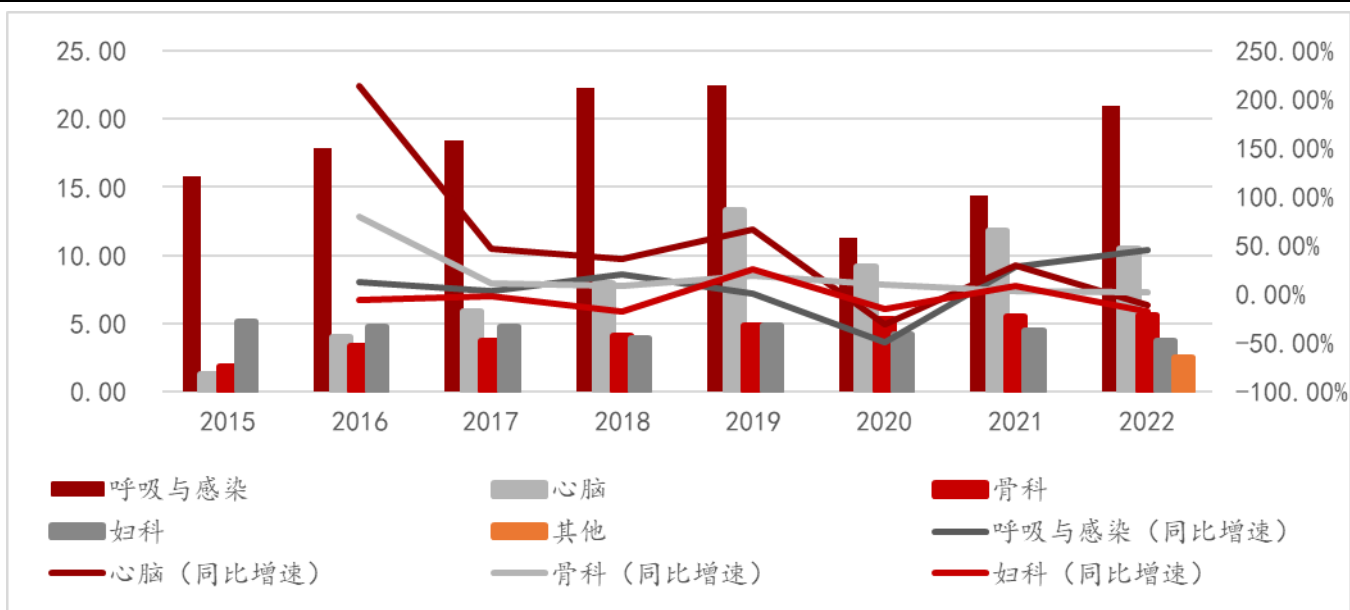
图表21:康缘药业产品矩阵

治疗领域	产品					
呼吸与感染	 注射用香菇多糖 国药准字H20067183	 热毒宁注射液 国药准字Z20050217	 金振口服液 国药准字Z10970018	 银翘解毒软胶囊 国药准字Z20010019	 杏贝止咳颗粒 国药准字Z20050631	 散寒化湿颗粒 国药准字 C20220001
骨科	 筋骨止痛凝胶 国药准字Z20200003	 七味通痹口服液 国药准字Z20070033	 腰痹通胶囊 国药准字 Z20010045	 复方南星止痛膏 国药准字 Z10970019	 淫羊藿总黄酮胶囊 国药准字 Z20143012	
妇科	 益坤宁片 国药准字Z20050119	 复方益母颗粒 国药准字Z20050629	 断血流软胶囊 国药准字Z20050544	 散结镇痛胶囊 国药准字Z20030127	 桂枝茯苓胶囊 国药准字Z10950005	
心脑血管	 天舒片 国药准字Z20040136	 龙血通络胶囊 国药准字Z20130012	 复方丹参颗粒 国药准字Z10940001	 大株红景天片 国药准字Z20050436	 天舒胶囊 国药准字Z10950004	
	 苻蓉总苷胶囊 国药准字Z20143012	 银杏二萜内酯葡胺注射液 国药准字Z20120024	 益心舒片 国药准字Z20080165	 通塞脉片 国药准字Z32020535		
其他	 六味地黄软胶囊 国药准字Z20003012	 参乌益肾片 国药准字Z20100051	 九味熄风颗粒 国药准字Z20150075			

资料来源：公司官网，万联证券研究所

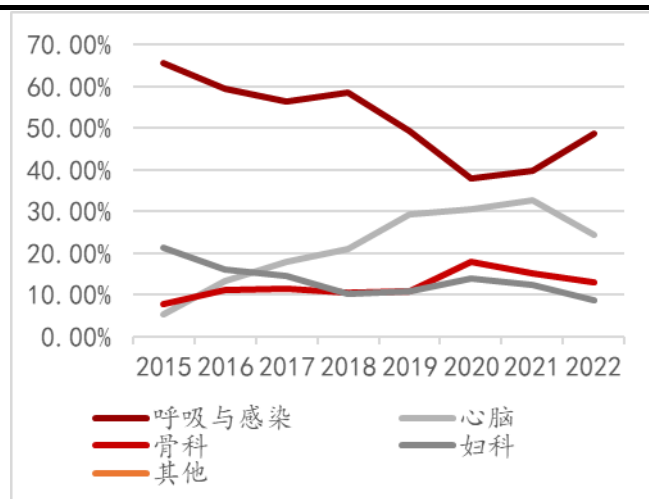
呼吸和心脑血管领域贡献公司主要收入和毛利。2022年，公司呼吸与感染疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病、妇科疾病领域收入贡献分别为20.98亿元、10.49亿元、5.62亿元、3.67亿元，收入占比分别为48.52%、24.27%、12.99%、8.48%，毛利占比分别为52.08%、23.04%、11.24%、8.71%。呼吸和心脑血管领域贡献公司主要收入和毛利。

图表22:康缘药业各治疗领域产品收入和增速: 亿元



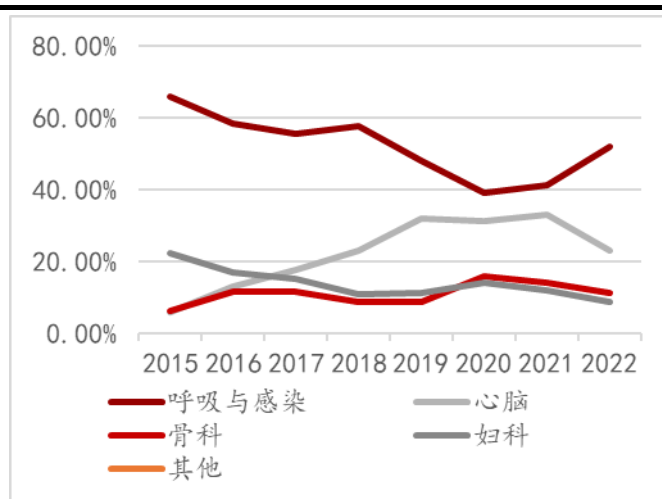
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表23:康缘药业各治疗领域产品收入占比



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表24:康缘药业各治疗领域产品毛利占比



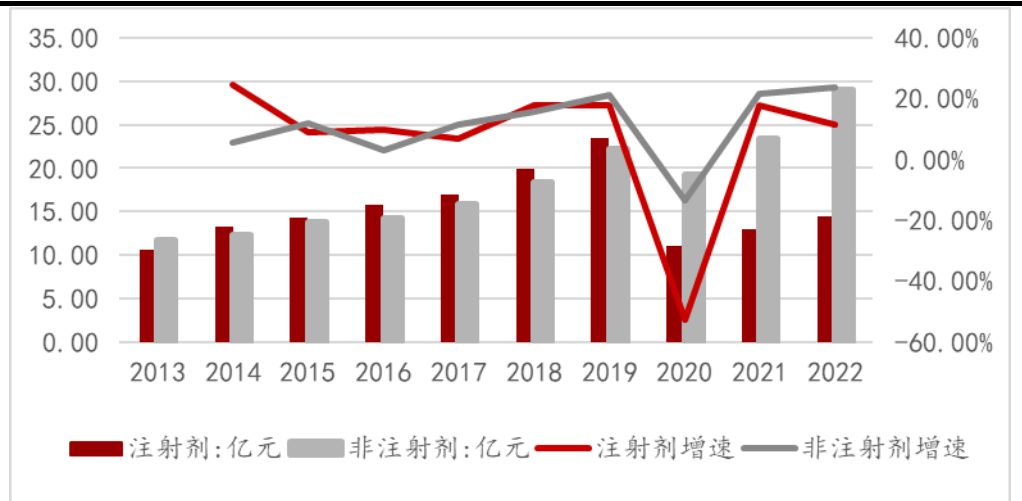
资料来源: wind, 万联证券研究所

■ 非注射剂收入占比提升, 产品结构优化

公司注射剂和非注射剂业务近两年收入双位数增长。公司产品剂型丰富, 包括注射剂、口服液、胶囊、片丸剂、颗粒剂、冲剂、贴剂、凝胶剂/眼膏剂。注射剂和非注射剂业务2020年受疫情影响呈负增长, 2021年和2022年实现了双位数增速。非注射剂业务收入2022年创新高, 达28.99亿元, 注射剂业务收入14.51亿元, 尚未恢复到2019年水平。



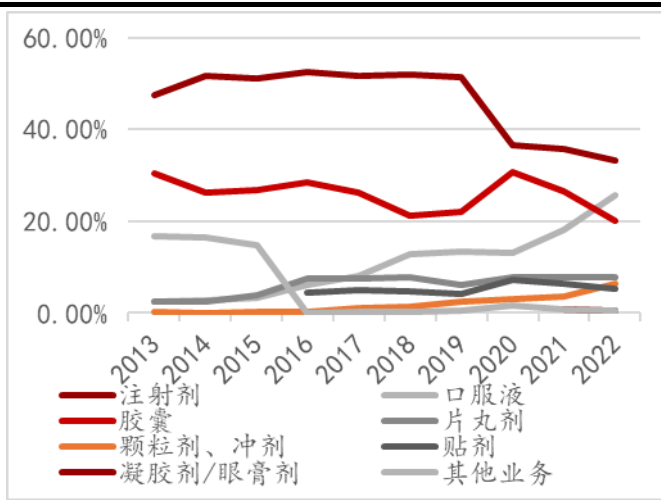
图表25:康缘药业注射剂和非注射剂销售额和增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

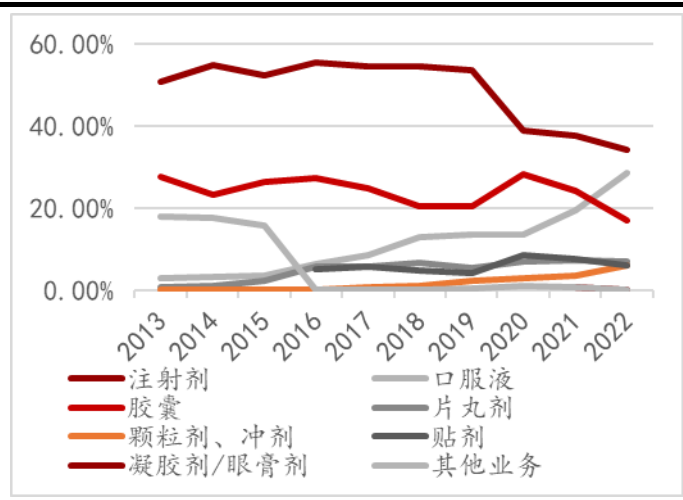
公司在稳定注射剂基础上,大力发展非注射剂品种。公司注射剂收入和毛利占比一直处于公司各剂型产品第一位,但自2019年开始占比下滑,收入占比从2018年的52.07%下滑至2022年的33.36%,毛利占比从2018年的54.44%下滑至2022年的34.06%,显示公司产品结构优化,非注射剂产品贡献逐年提升。公司2022年发布的股权激励计划对非注射剂的收入和利润增速单独做了要求,表明公司发力非注射剂业务的决心。

图表26:康缘药业各剂型产品收入占比



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表27:康缘药业各剂型产品毛利占比

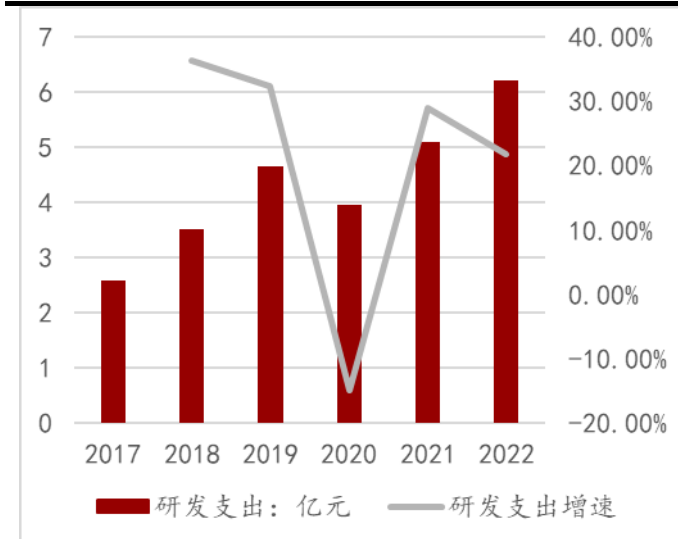


资料来源: wind, 万联证券研究所

#### 4.2 在研产品: 在研管线储备丰富, 有望形成开发-临床-上市良性循环

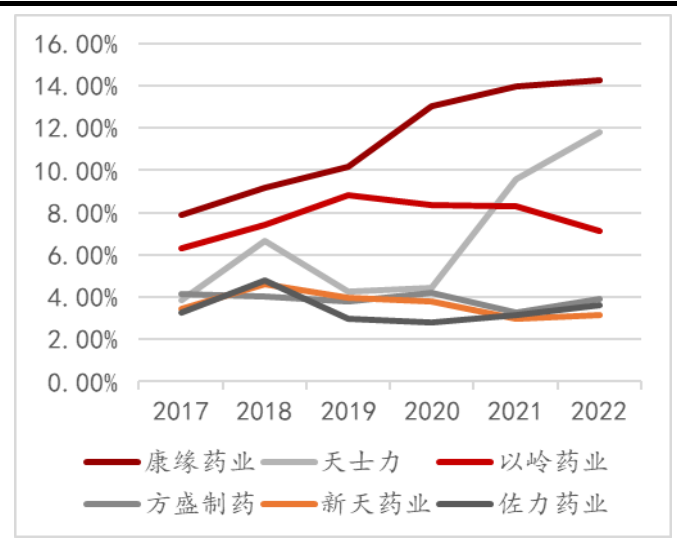
公司研发支出总额占营业收入比例逐年提高,从2017年的7.88%提升至2022年的14.28%;和其他中药创新上市公司对比,公司研发支出比例位居第一,是中药领域当之无愧的创新药龙头企业。2019年至2022年国内共有24款中药新药获批上市,康缘药业以4款中药新药领跑,分别为筋骨止痛凝胶、银翘清热片、散寒化湿颗粒、苓桂术甘颗粒。

图表28:康缘药业研发支出和增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表29:康缘药业和同行企业研发占收入比例对比



资料来源: wind, 万联证券研究所

研发步伐持续加快,产品线有望形成开发-临床-上市的良性循环。公司坚持创新驱动,以中医药发展为主体,并积极布局化学药、生物药等领域。截至2023年5月,公司有26个中药新药(5个1.1类中药)、8款1类化药新药、1款1类生物药新药处于申报临床及以上阶段。处于3期临床阶段的产品包括紫辛鼻鼾颗粒(过敏性鼻炎)、参蒲盆炎颗粒(盆腔炎症性疾病后遗症)、六味地黄苷糖片(妇女更年期综合征)、健肾片(慢性肾炎)。在研小分子、大分子创新药中,氟诺哌齐片(治疗阿尔茨海默症)、KY0467颗粒(治疗儿童手足口病)均处于2期临床阶段。2023年,公司创新研发步伐持续加快,KY0135片、KY1702胶囊、栀黄贴膏等3款1类创新药相继提交临床申请,并顺利获得临床试验默示许可。公司研发实力雄厚,在研管线丰富,产品线有望实现从药物开发到临床试验到上市销售的良性循环。

图表30:康缘药业研发管线(截至2023年5月)

研发所处阶段	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治
申报临床	补髓益智颗粒	中药 1.1 类	
	紫金化毒栓	原中药 6.1 类	妇科炎症
	热毒宁吸入溶液	原中药 7 类	
获批临床	KY0135 片	化药创新药 1 类	晚期实体瘤
	枣柏安神颗粒	中药 1.1 类	慢性失眠症
	栀黄贴膏	中药 1.1 类	急性关节扭伤之血瘀郁热证
	脑络清注射液	原中药 7 类	
	KY0135 片	化药 1 类	晚期实体瘤
I 期临床研究	KY1702 胶囊	化药 1 类	非小细胞肺癌
	KYS202002A	生物制品 1 类	多发性骨髓瘤
	利胆溶石软胶囊	原中药 6 类	慢性胆囊炎
	泽泻降脂胶囊	中药创新药 1.2 类	高脂血症
	喹诺利辛片	化药 1 类	良性前列腺增生症
	WXSH0493 片	化药 1 类	痛风
	KY1701 片	化药 1 类	晚期乳腺癌
SIPI-2011 片	化药 1 类	窦性心律失常	

	热毒宁颗粒	中药改良型新药 2.1 类	流行性感冒
	银杏二萜内酯葡胺注射液	原中药 5 类	脑卒中急性期
	银杏二萜内酯滴丸	原中药 5 类	脑卒中恢复期
	芪桂痛风片	原中药 6.1 类	慢性期痛风
	双鱼颗粒	原中药 6 类	普通感冒, 流行性感冒
	七味癸宝颗粒	原中药 6 类	早发性卵巢功能不全
	正宫胶囊	原中药 6 类	子宫内膜异位症
	金黄凝胶	原中药 6 类	踝关节扭伤
	活血通络粉针	原中药 7 类	脑梗死-瘀血阻络证
II 期临床研究	静脉炎颗粒	中药 1.1 类	血栓性浅静脉炎急性期
	伤科天芍凝胶	中药创新药 1.1 类	急性软组织损伤
	麻杏止咳颗粒	中药创新药 1.1 类	支气管哮喘慢性持续期 (热哮)
	九味疏风平喘颗粒	中药创新药 1.1 类	支气管哮喘慢性持续期 (风哮)
	冠心平颗粒	中药创新药 1.1 类	稳定性冠心病心绞痛
	芪白平肺颗粒	中药创新药 1.1 类	慢性阻塞性肺病
	苁蓉润通口服液	中药创新药 1.2 类	老年便秘
	KY0467	化药创新药 1 类	小儿手足口病
	氟诺哌齐片	化学创新药 1 类	阿尔茨海默症
	紫辛鼻鼈颗粒	中药创新药 1.1 类	过敏性鼻炎
III 期临床研究	参蒲盆炎颗粒	中药创新药 1.1 类	盆腔炎性疾病后遗症
	六味地黄苷糖片	原中药 5 类	妇女更年期综合征
	健肾片	原中药 3 类	慢性肾炎

资料来源: 公司公告, 米内网, 万联证券研究所

## 5 公司产品有望从资源优势转化为销售优势

如上文所述, 公司一直以来强研发, 弱销售。公司一直在探索营销改革, 从经营指标来看公司近两年进入经营效率提升的拐点。公司产品众多, 但由于研发到上市销售中间没有做好学术推广等资源转化, 从而影响了产品的放量。在强研发实力下, 公司很多独家产品本身临床疗效明确, 具备学术技术优势, 叠加公司学术推广等销售能力提升, 公司产品有望提升产业学术口碑, 扩大终端覆盖, 实现从资源优势转化为销售优势。

### 5.1 三大核心产品支撑公司整体业绩稳健增长

公司三大核心产品热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液和金振口服液2022年均占公司营业收入10%以上。

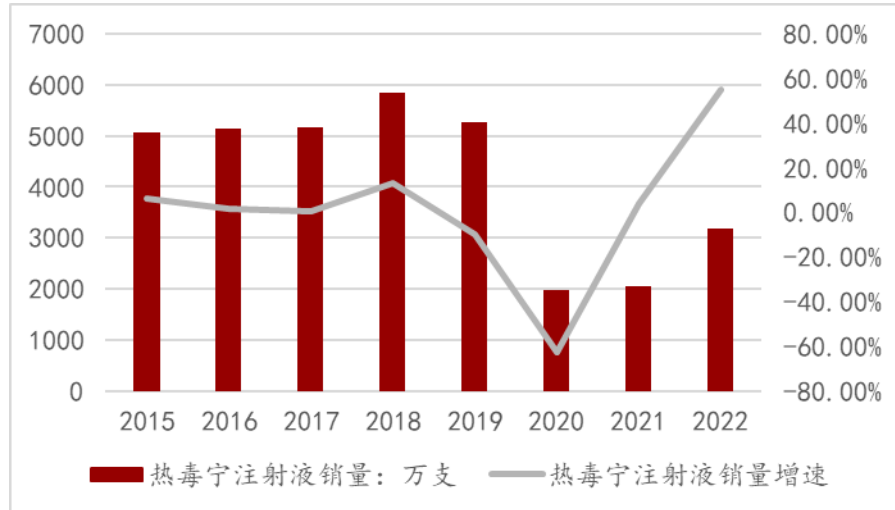
#### 5.1.1 热毒宁注射液: 专人专做, 疫情期间疗效获得认可, 销量恢复可期

热毒宁注射液于2005年上市, 功能主治包括清热、疏风、解毒, 用于外感风热所致感冒、咳嗽, 症见高热、微恶风寒、头痛身痛、咳嗽、痰黄; 上呼吸道感染、急性支气

管炎见上述证候者，重要药材品种包括金银花、栀子、青蒿。

热毒宁注射液销量于2018年达到顶峰5838.63万支后，销量开始下滑，2020年和2021年销量分别只有1978.81万支和2054.75万支。多因素导致热毒宁注射液销量下滑。**行业层面**，中药注射剂处于受政策限制的大环境，热毒宁注射液2009年首次纳入国家医保目录乙类，此后的2017/2019/2020/2021/2022版本医保目录中均被纳入乙类医保，并保持着“限二级及以上医疗机构重症患者”的支付限制。同时，疫情原因医院诊疗量下跌，也影响产品销售；**公司层面**，公司营销团队过去因为内部销售策略原因，在热毒宁注射液上投入资源有限，从而影响了产品销售。

图表31:热毒宁注射液销量和增速



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

公司注重热毒宁注射液研发投入，建立生产全过程指纹图谱控制技术和标准，确保原料、中间体和成品批间质量稳定、均一，从而保证药品安全有效、稳定可控。2022年公司推动热毒宁注射液“儿科10万例真实世界研究”等一系列项目，并获得临床总结报告。

图表32:康缘药业对热毒宁注射液研究持续投入

年份	热毒宁注射液基础和临床研究等
2013	完成热毒宁注射液 3 万例安全性集中监测研究
2014	完成热毒宁注射液 153 例治疗登革热的循证医学临床研究，并取得良好预期
2015	热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液等品种的作用机制、循证医学评价研究均取得实质性成果，为市场推广提供了科学证据
2016	完成热毒宁注射液治疗手足口病询证医学研究总结，获得良好结果；发现了热毒宁注射液抗 EV71 等作用机制，取得标志性成果；推进热毒宁注射液循证医学临床研究及临床小样本安全性、有效性探索研究；深入开展热毒宁注射液效应物质基础及作用机制等基础研究
2017	完成热毒宁注射液体内外抗优势病毒谱；推进热毒宁注射液循证医学或真实世界证据类型的临床试验，并取得阶段性成果；
2018	进行真实世界研究试验
2019	推进循证医学临床研究
2020	有序开展循证医学临床研究
2021	有序开展循证医学临床研究
2022	推动“儿科10万例真实世界研究”等一系列项目，并获得临床总结报告

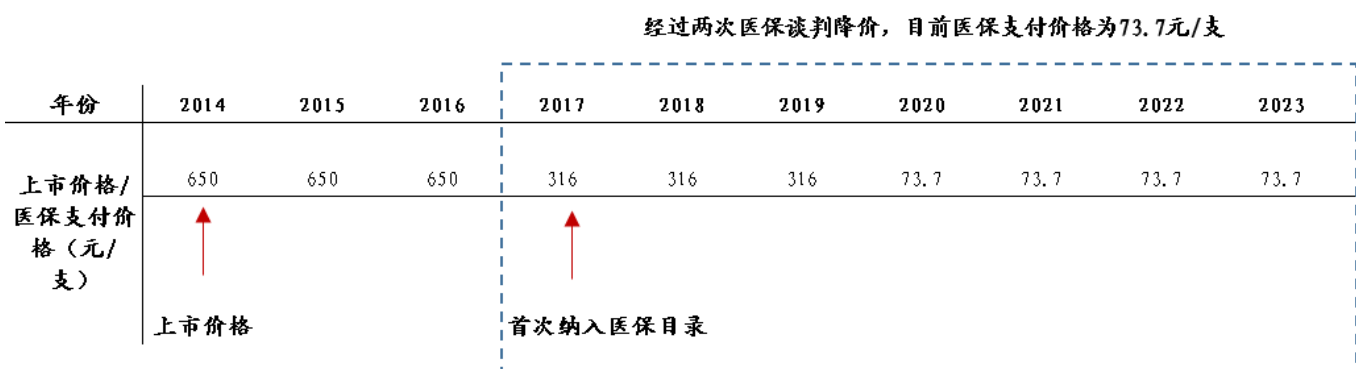
资料来源：公司公告，万联证券研究所

2021年以来，公司热毒宁注射液坚持以恢复存量为主，2022年公司对热毒宁注射液执行“专人专做”，深度挖掘急诊科室、呼吸科室及住院病房场景的市场潜力，利用热毒宁注射液先后被列入国家发布的第六至第十版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》重型和危重型患者推荐用药的机会，提升市场份额，打造热毒宁注射液退热、抗炎、抗病毒的学术品牌。同时，受益于整个中药行业政策提振，2022年热毒宁注射液销量3,182.81万支，实现54.90%的高速增长。

### 5.1.2 银杏二萜内酯葡胺注射液：学术推广有望推动替代低端产品

公司银杏二萜内酯葡胺注射液于1998年立项研发，历经十余年研发成功，2012年获得新药证书，2014年开始上市销售，上市价格为650元/支，2017年被纳入“国家医保目录”后，医保支付标准316元/支；2019年被纳入医保谈判目录，医保支付标准降为93.7元/支。银杏二萜内酯葡胺注射液经历了两次医保谈判降价后，2021年医保谈判价格保持稳定，若2023年医保谈判价格稳定，有望纳入医保常规目录。

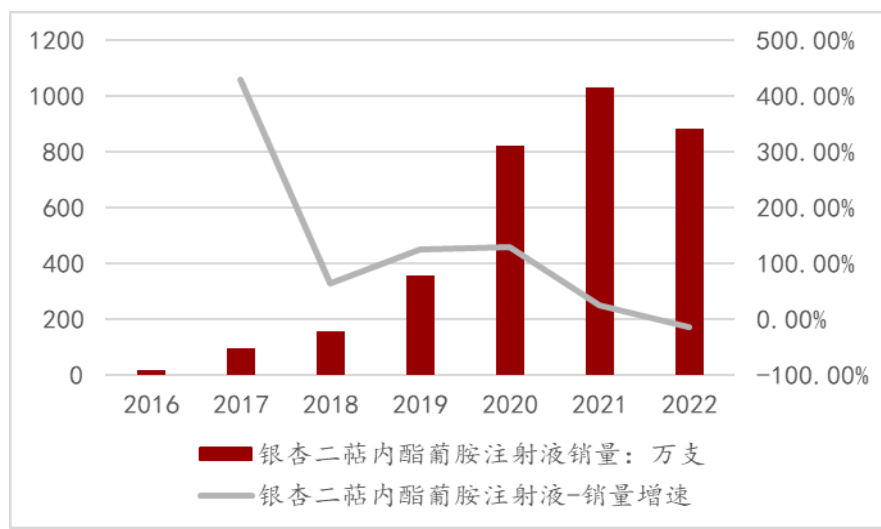
图表33:银杏二萜内酯葡胺注射液经过两次医保谈判价格从650元/支降至93.7元/支



资料来源：公司公告，连云港康盛医药公众号，万联证券研究所

医保谈判降价后销量快速提升，以价换量效应明显。虽然两次医保谈判导致价格大幅下降，但2017年和2019年后销量有较大提升，以量换价效应明显。公司加强精细化管理，统筹推进医院开发和已开发医院上量，2021年继续延续了销售量的较快增长，已基本抵消了2019年国家医保谈判降价影响。

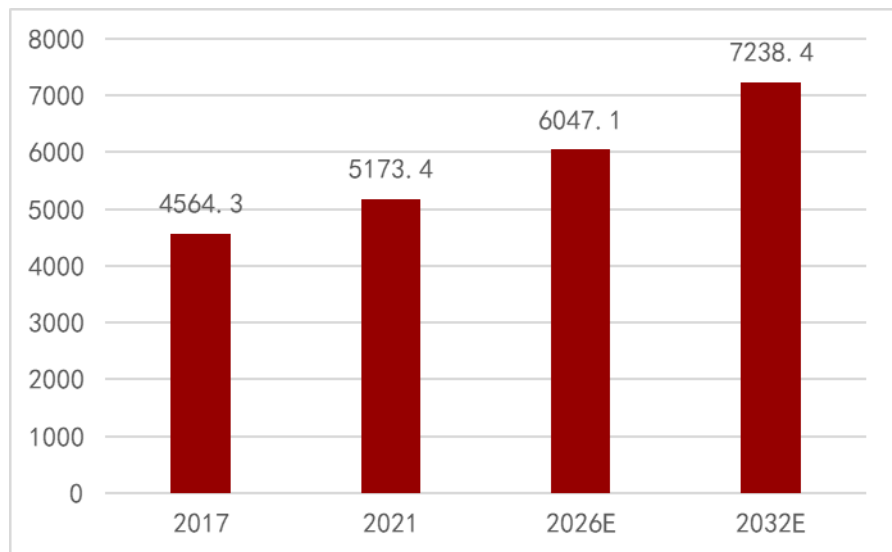
图表34:银杏二萜内酯葡胺注射液销量



资料来源：公司公告，萝卜投研，万联证券研究所

银杏二萜内酯葡胺注射液是全球首个获批上市的特异性PAF受体拮抗剂，临床用于缺血性脑卒中的治疗。PAF的产生和积聚是脑卒中病理过程中从血栓形成到缺血损害的“扳机点”，拮抗PAF具有显著的临床意义。1985年法国学者发现了银杏二萜内酯为最强的PAF拮抗剂。根据人民卫生出版社出版、王陇德主编的《中国脑卒中防治报告（2018）》，我国脑卒中发病率处于持续上升阶段，每年新发脑卒中患者人群约200万以上，其中缺血性脑卒中约占70%，根据Frost & Sullivan数据，2026年和2032年中国脑卒中人数将分别上涨至6047千人和7238千人，银杏二萜内酯葡胺注射液所处赛道市场空间广阔。

图表35:中国脑卒中发病人数持续上升：千人



资料来源：Frost & Sullivan，万联证券研究所

银杏叶中的活性成分主要是由银杏黄酮、银杏内酯两大类成分组成。黄酮类成分虽能抗氧化，但抗氧化究竟能给临床带来多大的疗效获益，至今医学界尚有较多争议，而且有研究文献报导发现它抑制血小板聚集的活性非常低，生物利用度低、且不易透过血脑屏障。内酯又分为两类，倍半萜内酯和二萜内酯，倍半萜内酯虽然有报导具有神经保护等作用，但抗PAF活性较弱，同时有国外研究显示在银杏各类成分中它是主要诱导肝药酶的主要成分，可以诱导多种肝药酶包括1A、2B、2C、2E和3A等家族，很容易引起药物相互作用，而心脑血管疾病是一个比较复杂的疾病，病人往往伴随多种症状，很多时候需要联合用药，那么倍半萜内酯的特性对于联合用药可能会产生很多风险。以银杏二萜内酯B等为代表的银杏二萜内酯类成分则不同，它首先能够显著拮抗PAF，是迄今发现的抑制血小板聚集活性最强的天然产物之一；其次是这类化合物研究未发现对肝药酶有显著影响，这也提示它在联合用药有很大空间。银杏二萜内酯葡胺注射液是通过单一植物（银杏叶）提取有效成分组合物的注射剂，主要成分为银杏内酯A、银杏内酯B、银杏内酯K（总含量大于98%）。

图表36:银杏叶各活性成分特点

银杏叶活性成分		活性成分特点	
		优点	缺点
银杏黄酮		能抗氧化	抑制血小板聚集的活性非常低，生物利用度低、且不易透过血脑屏障
银杏内	倍半萜内酯	具有神经保护等作用	抗PAF活性较弱；

酯			是主要诱导肝药酶的主要成分，对联合用药可能会产生很多风险
	二萜内酯	能显著拮抗PAF； 未发现对肝药酶有显著影响，在联合用药有很大空间	-

资料来源：公司官网，万联证券研究所

银杏二萜内酯葡胺注射液在竞品中具有技术优势，随着学术品牌地位提升，未来有望逐步替代低端产品。我国市场上的主要银杏叶提取物注射液类品种主要有舒血宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液、银杏内酯注射液。

1) 舒血宁注射液：属于第一代银杏叶提取物注射液，上市至今十余年时间，银杏提取物的治疗效果已得到临床认可；2) 银杏达莫注射液：是一种中西药结合产品，银杏提取物和双嘧达莫均具有抗血小板聚集、防治血栓的作用。

上述两种产品上市时间较早，治疗效果已经获得临床验证，但受限于当时工艺技术研发条件，药物成分和治疗机理尚未深入研究，舒血宁注射液和银杏达莫注射液中成分较为复杂，各成分之间的相互作用和对患者的影响研究不明确，容易引发不良反应，存在一定的药品使用安全风险；同时，上述两种产品的有效成分含量较低，也一定程度影响了治疗效果；

3) 银杏内酯注射液：在对银杏叶有效成分和作用机理进行研究的基础上成功研发了银杏叶主要活性成分银杏内酯注射液，并发展了银杏内酯的工业提取技术，使得药品有效成分含量大幅提升，治疗效果得到较为明显的增强，明确的单一组分含量亦保证了药品临床使用安全性。银杏内酯注射液是国家药监局自 2009 年进行中药注射液安全性再评价以来，国家药监局批准的第二个中药注射液药品批件，亦为国家药监局批准的第一个银杏提取物类中药注射液药品批件；

4) 银杏二萜内酯葡胺注射液：为银杏内酯注射液获国家药监局批准后的第二个银杏类中药注射液品种，其主要成分为银杏内酯 A 和银杏内酯 B。大量研究表明，银杏二萜内酯葡胺注射液能有效抗血小板聚集、改善脑血循环，兼具显著减少神经损伤的效应，II 期、III 期、上市后临床研究结果显示，明显改善神经功能缺损，降低致残率，且未见出血风险，为缺血性脑卒中治疗提供了同时具有抗血小板和减少神经损伤、且出血风险低的创新药物。

银杏内酯注射液和银杏二萜内酯葡胺注射液在药物成分、有效成分含量、临床疗效、药品安全性方面均较舒血宁注射液、银杏达莫注射液等有较大提升。

公司坚持银杏二萜内酯葡胺注射液的学术理论引领，坚持以 PAF 受体拮抗剂为学术引领，以抗血小板聚集新途径的学术理论为指导，不断提升产品学术品牌价值。

图表37:我国市场上的主要银杏叶提取物注射液类品种

上市时间		商品名	功能主治	主要成分	生产厂商
2009年 中药注 射剂安 全性再 评价之 前	约2004年	舒血宁注 射液	扩张血管，改善微循环。用于缺血 性心脑血管疾病，冠心病，心绞 痛，脑栓塞，脑血管痉挛等	银杏叶提取物	8家厂商
	约2002年	银杏达莫 注射液	预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾 病	银杏总黄酮、 双嘧达莫	3家厂商
2009年	2012年	银杏内酯	活血化瘀，通经活络，用于瘀血阻	银杏内酯（白	百裕制药独家

中药注射剂安全性再评价之后		注射液	络所致的缺血性中风病中经络/症见头晕目眩，口舌歪斜，言语蹇涩，肢体麻木，头痛，半身不遂，适用于急性期脑	果内酯、银杏内酯)	产品
	2013年	银杏二萜内酯葡胺注射液	具有活血通络之功效/临床用于脑梗死(中风病中经络痰瘀阻络证)的治疗/症见半身不遂/口舌歪斜/言语蹇涩/肢体麻木等/	银杏提取物(银杏内酯A/B/K等)	康缘药业独家产品

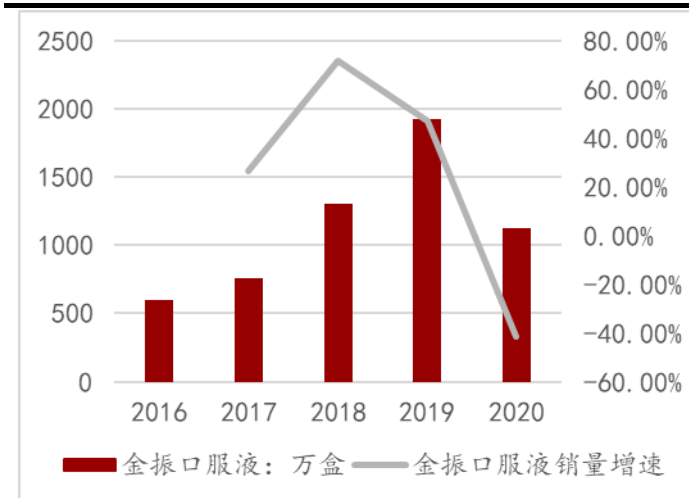
资料来源：百裕制药公转书，万联证券研究所

### 5.1.3 金振口服液：独家基药儿科产品，有望持续受益政策和赛道红利

金振口服液1997年上市，2009年首次纳入医保，2018年首次纳入基药目录，是公司独家基药品种，主要销售群体为儿童，用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者，功效是清热解毒，祛痰止咳。在抗击新冠疫情期间，完成了多中心儿童新冠病毒感染临床实验的研究，并发挥“儿童抗病毒和祛痰止咳中成药”“多省市儿童新冠推荐用药”的治疗优势。

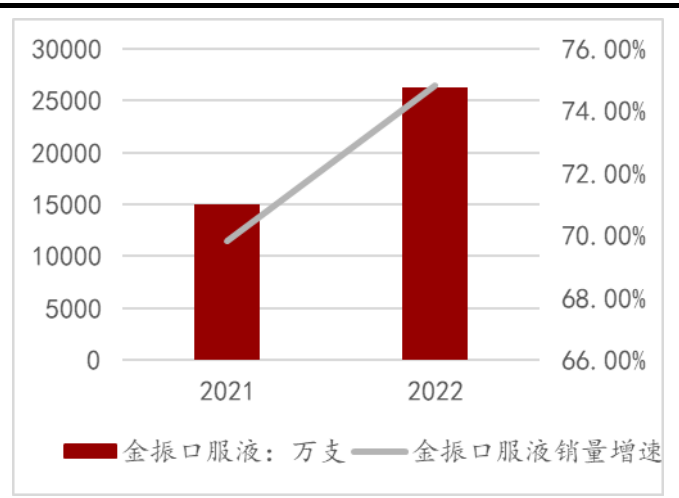
**过去几年复合增速高。**2016年至2019年，金振口服液销售量由601万盒提升至1923万盒，2020年因为疫情影响销量大幅下滑。2021年后疫情影响逐步消除，2021年和2022年销量分别实现同比增长69.84%和74.81%，2022年度首次销售规模达10亿元，展现出强劲发展势头。

图表38:金振口服液销量和增速（2021年之前）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表39:金振口服液销量和增速（2021年之后）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

**金振口服液具备良好的市场基础，销售额位列同类产品第二。**根据米内网2022年H1公立医疗机构销售数据，TOP20产品格局中，有11个品种销售过亿，小儿豉翘清热颗粒以超9亿元强势领跑，金振口服液以超4亿元紧随其后。



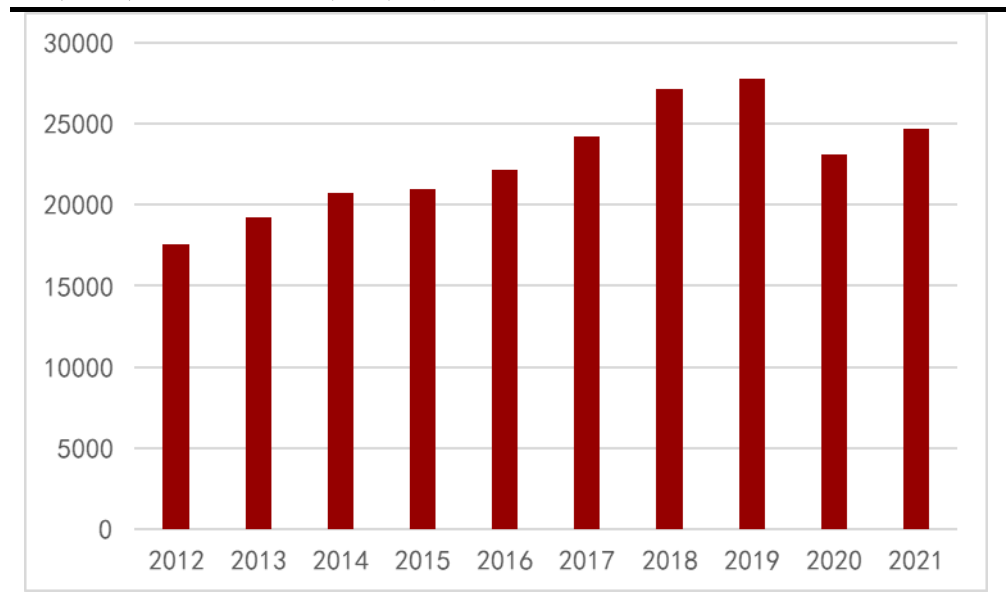
图表40:2022H1 中国公立医疗机构终端儿科中成药 TOP20 产品: 亿元

产品名称	销售额	是否独家	治疗亚类	全国医保
小儿豉翘清热颗粒	9+	济川药业	儿科感冒	乙类
金振口服液	4+	康缘药业	儿科止咳祛痰	乙类
开喉剑喷雾剂（儿童型）	3+	贵州三力	儿科感冒	乙类
四磨汤口服液	2+	湖南汉森制药	儿科厌食症	乙类
小儿肺咳颗粒	2+	-	儿科去咳止痰	乙类
小儿消积止咳口服液	1+	鲁南厚普制药	儿科去咳止痰	甲类
小儿肺热咳喘颗粒	1+	-	儿科去咳止痰	乙类
醒脾养儿颗粒	1+	贵州健兴药业	儿科厌食症	甲类
小儿热速清颗粒	1+	-	儿科感冒	乙类
小儿咳喘灵口服液	1+	-	儿科去咳止痰	乙类

资料来源: 米内网, 万联证券研究所

**儿科感冒止咳祛痰药需求持续增长。**儿科中成药涵盖7个治疗亚类, 根据米内网数据, 儿科中成药集中在儿科感冒用药和儿科止咳祛痰用药, 2022年上半年销售占比分别为43%、38%。由于儿童免疫力较低, 感冒以及咳症在日常生活中较为常见, 用药需求也比较大。根据中国卫生健康统计年鉴数据, 中国综合医院儿科门诊人次逐年提升, 2020年和2021年受疫情影响有所下滑。

图表41:中国综合医院分科儿科门诊人次



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 万联证券研究所

**儿童用药鼓励政策不断, 基药政策向儿科领域倾斜。**国家鼓励儿童药发展和解决儿童药短缺的政策不断出台, 对儿童药设置优先审评审批、不受“一品两规”和药品总品种数限制等政策。2018年的第五版基本用药目录中, 国家就专门整理出了儿科药大类。2023年5月10日国家卫健委召开的药政工作会议, 提及基药、短缺药、儿童药等药品的保障作为2023年的重点工作任务。

图表42:近两年国家发布的儿科药相关政策法规

发布时间	法规文件	政策内容
2021. 5	CDE发布关于公开征求《化学药品和治 疗用生物制品说明书中儿童用药相关信 息撰写的技术指导原则（征求意见 稿）》	进一步规范药品说明书中儿童用药信息缺失而 导致的安全用药问题
2021. 5	CDE关于开通“儿童用药专栏”的通知	将儿童用药相关政策法规、指导原则、培训资 料等予以集中公开，进一步鼓励研发儿童用药
2021. 7	CDE关于规范申请人儿童用药申报信息 备注的通知	优化儿童用药沟通交流和受理审评效率，完善 儿童用药品种信息的记录和统计
2021. 11	国务院印发《中国儿童发展纲要 （2021-2030）》	探索制定国家儿童基本药物目录，及时更新儿 童禁用药品目录
2022. 4	CDE关于公开征求《已上市药品说明书 增补儿童用药信息工作程序》及《药审 中心关于已上市药品说明书增补儿童用 药信息的工作流程》意见的通知	推动解决我国儿科临床普遍存在的说明书儿童 用药信息增补或修订后的问题，确保说明书修 订的质量和效率
2022. 5	国家药监局发布《中华人民共和国管理 法实施条例（修订草案征求意见稿）》	鼓励儿童用药的研制和创新，支持药品上市许 可持有人开发符合儿童生理特征的儿童用药新 品种，新剂型，新规格，对儿童药品予以优先 审评审批； 对首个批准上市的儿童专用新品种，剂型和规 格，以及增加儿童适应症或者用法用量的，给 予最长补偿过12个月的市场独占期，期间内不 再批准相同品种上市
2022. 6	CDE关于公开征求《儿童用药口感设计 与评价的技术指导原则（公开征求意见 稿）》	满足儿童用药需求，保障儿童用药安全，提高 儿童用药口感评价
2022. 6	CDE关于公开征求《儿童用药沟通交流 申请及管理程序（征求意见稿） 的意见通知	进一步细化儿童用药沟通交流管理，提高儿童 用药沟通交流质量和效率的可行策略
2022. 7	国家卫健委、国家中医药管理局发布 《关于进一步加强用药安全管理提升合 理用药水平的通知》	遴选儿童用药时，可不受“一品两规”和药品 总品种数限制，增加用药范围，促进精准用药
2023. 1	国家卫健委发布《关于进一步加强儿童 临床用药管理工作的通知》	要求医疗机构要建立晚上儿童用药遴选制度， 做好儿童用药的配备管理
2023. 3	国家药监局发布《药审中心加快创新药 上市许可申请审评工作规范（试行）》	鼓励研究和创制新药、儿童用药、罕见药创新 研发进程，加快创新药品种审评审批速度
2023. 3	国家药监局发布《儿童抗肿瘤药物研发 技术指导原则》	为儿童抗肿瘤新药的临床研发提供思路和技术 建议
2023. 4	国家药监局发布《儿童用药沟通交流中 I类会议申请及管理细则（试行）》	细化儿童用药沟通交流申请和管理流程，加强 儿童用药沟通交流管理，提高沟通效率，推动 儿童用药创新研发
2023. 5	国家卫健委召开的药政工作会议	提及基药、短缺药、儿童药等药品的保障作为 2023年的重点工作任务

资料来源：国药药监局，国家医保局，国家卫健委等，米内网等，万联证券研究所

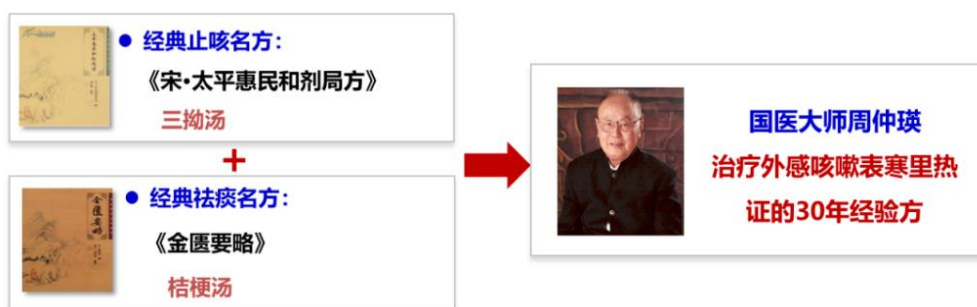
## 5.2 众多二线潜力品种具备竞争优势，销售资源重新分配推动增长

公司除了三大核心单品之外，还有众多具备市场竞争力的独家基药，独家医保品种，目前销售体量较小，有望在销售组织架构调整后，逐步释放市场销售潜力。

► **杏贝止咳颗粒：主治成人止咳，市场空间大，和金振口服液形成良好协同**

杏贝止咳颗粒于2005年获批上市，2018年进入国家基药目录。杏贝止咳颗粒是国医大师周仲瑛教授在经典止咳名方三拗汤和经典祛痰名方桔梗汤的基础上加减化裁而来，治疗外感咳嗽属表寒里热证的三十年经验方。其中佐药木蝴蝶、百部、北沙参更是起到兼顾咽部不适、口干、口渴等的症状。杏贝止咳颗粒凭借其确切疗效，被多项指南共识所推荐，在新型冠状病毒感染引起的咳嗽患者中，也因良好的疗效受到多次国家/省级相关用药推荐。在2023年1月3日国务院联防联控机制新闻发布会上，中国中医科学院广安门医院急诊科主任齐文升也提到，在新冠恢复期咳嗽患者的治疗上，杏贝止咳颗粒有不错的疗效。

图表43:杏贝止咳颗粒：由经典名方加减化裁而来



资料来源：抗感染知识论坛公众号，万联证券研究所

中成药止咳市场竞品较多，但市场空间大，杏贝止咳颗粒在低基数效应下成长空间大。根据米内网数据，2021年中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心以及乡镇卫生院（简称中国公立医疗机构）终端止咳祛痰平喘中成药品牌TOP10中，扬子江海燕药业的苏黄止咳胶囊、贵州健兴药业的肺力咳合剂、上海凯宝药业的痰热清注射液依次位列前三，销售额均超过10亿元。

图表44:中国公立医疗机构终端止咳祛痰平喘中成药销售额前十名

排名	产品名称	企业	2021年销售额增速
1	苏黄止咳胶囊	扬子江北京海燕药业	27.01%
2	痰力咳合剂	贵州健兴药业	30.30%
3	痰热清注射液	上海凯宝药业	19.70%
4	强力枇杷露	哈尔滨康隆药业	8.00%
5	三拗片	济川药业集团	35.60%
6	复方鲜竹沥液	江西九华药业	68.00%
7	肺力咳胶囊	贵州健兴药业	29.60%
8	急支糖浆	太极集团重庆涪陵制药	53.00%
9	喘可治注射液	广州万正药业	-17.80%
10	黄龙止咳颗粒	陕西东科制药	139.70%

资料来源：米内网，万联证券研究所

► **散寒化湿颗粒：新获批产品，未来有望纳入医保目录实现以价换量**

散寒化湿颗粒是2022年10月上市获批的3.2类中药新药，可以广泛适用于外感寒湿引起的肺系和脾胃系的疾病。处方是由中国中医科学院广安门医院全小林院士研制，来源于新冠肺炎疫情影响早期，根据多年的中医临床经验，结合疫情地域气候特点、患者人

群病症表象制定的中药协定方——寒湿疫方。处方由麻杏石甘汤（《伤寒论》汉·张仲景）、神术散（《太平惠民和剂局方》宋·太平惠民和剂局）、达原饮（《瘟疫论》明·吴又可）、藿朴夏苓汤（《医原》清·石寿棠）、葶苈大枣泻肺汤（《金匱要略》汉·张仲景）五个古代经典名方加减化裁而来。公司将该方按照古代经典名方中药复方制剂中的3.2类“其他来源于古代经典名方的中药复方制剂”注册要求，结合疫情期间临床实际使用药物的生产工艺，研制开发成散寒化湿颗粒。

图表45:散寒化湿颗粒：源于五大经典名方化裁，结合抗疫一线临床诊疗经验



资料来源：医药地理，万联证券研究所

散寒化湿颗粒同类品种包括疫情期间获批的“三方”，即清肺排毒颗粒、宣肺败毒颗粒、化湿败毒颗粒。清肺排毒颗粒用于感受寒湿疫毒所致的疫病，化湿败毒颗粒用于湿毒侵肺所致的疫病，宣肺败毒颗粒用于湿毒郁肺所致的疫病。和“三方”对比，四种用于疫病的新药都有宣肺清热的作用，散寒化湿颗粒加强了健脾胃的作用。散寒化湿颗粒目前尚未进入医保目录，未来有望降价进入医保实现以价换量。

► 参乌益肾片：用于慢性肾病，有望受益于行业渗透率提高

参乌益肾片于1999年立项研发，2010年获得新药证书，2011年开始上市销售，是中药三类新药（现注册分类为中药第6类），由太子参、菟丝子、制首乌、苍术、茯苓、怀牛膝、泽泻等药味组成，具有补益肾元，健运脾胃，活血和络，渗湿泄浊的功效，主治由慢性肾炎、慢性肾盂肾炎、糖尿病肾病、高血压性肾损害等原因所致的慢性肾功能衰竭气阴两虚兼湿浊证。参乌益肾片2019年通过医保谈判进入医保目录，支付标准为1.44元/片，限定支付范围限慢性肾衰竭患者。2021年成功续约国家医保谈判，价格由原每片1.44元降至1.30元，降幅9.72%。

**CKD治疗渗透率低，市场前景广阔。**据2020年柳叶刀最新数据显示CKD（慢性肾炎综合征）全球发病率9.1%，我国慢性肾脏病患者已高达1.32亿，而知晓率仅为12.5%，意味着，每100个慢性肾病的患者中，有近90人不知道自己患有CKD。在万名患者共享一位肾病医生的现状下，我国ESRD患者获得肾移植和透析治疗的比率还很低。在CKD各阶段的人群中，1-3期占比达到97.81%，即便是在CKD数据充足的美国，其公众和相关卫生保健部门仍然将重点放在了救治而非预防上。CKD已经成为世界严重的公共卫生问题，促进CKD的早发现、早干预和早治疗尤为重要。

图表46:CKD（慢性肾炎综合征）流行病学



资料来源：连云港康盛医药公众号，万联证券研究所

II、III期临床研究显示参乌益肾片可明显改善CRF气阴两虚兼湿浊证患者的临床表现，降低尿素氮（BUN）、血清肌酐（SCr）水平，提高内生肌酐清除率（CCr），改善肾功能，改善患者口干咽燥、食少纳呆、大便干结等症状，并在一定程度上纠正患者的贫血状态，从而延缓疾病进程。

图表47:参乌益肾片研发历程



资料来源：连云港康盛医药公众号，万联证券研究所

图表48:参乌益肾片临床优势



资料来源：连云港康盛医药公众号，万联证券研究所

## 6 盈利预测

- **注射剂**：主要产品有两个，分别是热毒宁注射液和银杏二萜内酯普胺注射液。热毒宁注射液“专人专做”和银杏二萜内酯普胺注射液的学术推广有望带来产品放量。产品未来有集采可能性，有可能拖累毛利率。我们预计注射剂业务2023/2024/2025收入增速分别为20%、15%、13%，毛利率分别为73%、72%、71%。
- **口服液**：产品主要为金振口服液等，过去几年口服液毛利率因为金振口服液规模效应逐年提升，未来随着产品规模的提升，毛利率有望逐步上提。受益于基药政策红利以及公司营销策略调整，口服液产品有望实现持续增长。我们预计口服液业务2023/2024/2025收入增速分别为30%、30%、30%，毛利率分别为81%、82%、83%。
- **胶囊剂**：二线产品众多，有部分老产品，同时也有部分独家医保独家基药品种，之前经历过规模的下坡，后来规模稳定。在公司营销组织改革以及股权激励鞭策下，二

线产品有望实现一定拉动作用。我们预计胶囊剂业务2023/2024/2025收入增速分别为10%、10%、10%，毛利率分别为61%、60%、60%。

▪ **片剂**：主要产品包括参乌益肾片等，其他产品规模较小。我们预计胶囊剂业务2023/2024/2025收入增速分别为15%、18%、20%，毛利率分别为65%、65%、65%。

▪ **颗粒剂/冲剂**：包含杏贝止咳颗粒、散寒化湿颗粒等重要二线品种。杏贝止咳颗粒在营销资源投入加大、独家基药红利以及同金振口服液协同效应下，未来增长可期。我们预计颗粒剂/冲剂业务2023/2024/2025收入增速分别为50%、40%、35%，毛利率分别为67%、66%、65%。

▪ **凝胶剂**：只有筋骨止痛凝胶一个产品，2021年获批后不久进入医保实现放量，2022年收入实现400%的同比增速，未来销售情况受公司产能安排影响。我们预计凝胶剂业务2023/2024/2025收入增速分别为10%、10%、10%，毛利率分别为84%、84%、84%。

▪ **贴剂**：主要是复方南星止痛膏等骨科产品，未来有望在骨科产品协同上实现销售突破。我们预计贴剂业务2023/2024/2025收入增速分别为10%、8%、6%，毛利率分别为83%、83%、83%。

▪ **其他**：其他业务包括委托加工等业务，我们预计其他业务2023/2024/2025收入增速分别为5%、5%、5%，毛利率分别为30%、30%、30%。

图表49:康缘药业收入拆分: 百万元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3648.57	4350.87	5283.41	6341.69	7596.36
YDY	20.34%	19.25%	21.43%	20.03%	19.78%
营业成本	1025.03	1214.07	1465.14	1758.86	2089.08
YDY	24.76%	18.44%	20.68%	20.05%	18.77%
毛利率	71.91%	72.10%	72.27%	72.27%	72.50%
<b>1、注射剂</b>					
营业收入	1304.36	1451.28	1741.54	2002.77	2263.13
YDY	17.91%	11.26%	20.00%	15.00%	13.00%
毛利率	75.38%	73.61%	73.00%	72.00%	71.00%
营业成本	321.13	382.99	470.21	560.77	656.31
<b>2、口服液</b>					
营业收入	666.32	1122.39	1459.11	1896.84	2465.89
YDY	67.46%	68.45%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	76.17%	80.07%	81.00%	82.00%	83.00%
营业成本	158.78	223.69	277.23	341.43	419.20
<b>3、胶囊</b>					
营业收入	971.90	873.21	960.53	1056.58	1162.24
YDY	4.16%	-10.15%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	64.96%	61.05%	61.00%	60.00%	60.00%
营业成本	340.55	340.12	374.61	422.63	464.90
<b>4、片丸剂</b>					
营业收入	289.85	338.10	388.82	458.80	550.56
YDY	24.39%	16.65%	15.00%	18.00%	20.00%
毛利率	64.67%	65.71%	65.00%	65.00%	65.00%
营业成本	102.40	115.93	136.09	160.58	192.70
<b>5、颗粒剂/冲剂</b>					
营业收入	137.33	280.78	421.17	589.64	796.01
YDY	52.08%	104.46%	50.00%	40.00%	35.00%
毛利率	64.96%	67.95%	67.00%	66.00%	65.00%
营业成本	48.12	89.99	138.99	200.48	278.60
<b>6、凝胶剂</b>					
营业收入	6.15	31.85	35.04	38.54	42.39
YDY		417.89%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	87.81%	84.94%	84.00%	84.00%	84.00%
营业成本	0.75	4.80	5.61	6.17	6.78
<b>7、贴剂</b>					
营业收入	237.70	225.80	248.38	268.25	284.35
YDY	6.12%	-5.01%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利率	84.23%	83.84%	83.00%	83.00%	83.00%
营业成本	37.49	36.49	42.22	45.60	48.34
<b>8、其他</b>					
营业收入	34.96	27.46	28.83	30.27	31.79
YDY	-26.28%	-21.45%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	15.80	20.06	20.18	21.19	22.25
毛利率	54.81%	26.95%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: wind, 万联证券研究所

## 7 投资建议

公司是中药创新龙头企业,产品储备丰厚,独家基药和独家品种数量众多,同时又重视研发,有望形成开发-临床-上市良性循环。公司有众多具备发展潜力的产品,但受限于公司销售短板,规模成长受阻。公司积极探索符合公司文化和国家政策的销售组织架构,2021年四季度以来全面铺开医院主管制,代替原来的分线条销售,同时采取注射剂和非注射剂严格分拆销售的策略,解决了之前销售资源分配不合理的问题,提高了公司销售资源利用效率。从近两年公司整体业绩、应收账款周转率、经营性现金流净额等指标可以看出公司经营效率进入了拐点。未来随着公司销售能力逐步补齐,叠加公司强劲的研发实力,有望持续将资源优势转化为销售优势。

预计2023/2024/2025年收入为52.83亿元/63.42亿元/75.96亿元,对应归母净利润5.69亿元/6.45亿元/7.31亿元,对应EPS0.97元/股、1.10元/股、1.25元/股,对应PE为

28.16/24.87/21.94 (对应2023年6月2日收盘价27.42元)。基于公司产品的竞争优势,终端销量提升潜力,预计公司未来将保持持续增长,首次覆盖给予“买入”评级。

## 8 风险提示

政策变化风险、产品质量控制风险、研发不达预期风险、药品市场准入风险



**利润表 (百万元)**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>4351</b>	<b>5283</b>	<b>6342</b>	<b>7596</b>
%同比增速	19.25%	21.43%	20.03%	19.78%
营业成本	1214	1465	1759	2089
毛利	3137	3818	4583	5507
%营业收入	72.10%	72.27%	72.27%	72.50%
税金及附加	73	89	108	130
%营业收入	1.68%	1.69%	1.70%	1.71%
销售费用	1868	2219	2695	3266
%营业收入	42.93%	42.00%	42.50%	43.00%
管理费用	190	227	266	311
%营业收入	4.36%	4.30%	4.20%	4.10%
研发费用	606	740	920	1139
%营业收入	13.92%	14.00%	14.50%	15.00%
财务费用	-9	-16	-21	-30
%营业收入	-0.20%	-0.30%	-0.33%	-0.39%
资产减值损失	1	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	42	50	60	72
投资收益	4	5	6	8
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>455</b>	<b>615</b>	<b>682</b>	<b>769</b>
%营业收入	10.45%	11.63%	10.75%	10.13%
营业外收支	-9	-30	-20	-20
<b>利润总额</b>	<b>446</b>	<b>585</b>	<b>661</b>	<b>750</b>
%营业收入	10.24%	11.07%	10.43%	9.87%
所得税费用	4	5	5	6
净利润	442	580	656	744
%营业收入	10.16%	10.98%	10.34%	9.79%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>434</b>	<b>569</b>	<b>645</b>	<b>731</b>
%同比增速	35.54%	31.01%	13.25%	13.33%
少数股东损益	7	11	11	13
EPS (元/股)	0.74	0.97	1.10	1.25

**基本指标**

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.74	0.97	1.10	1.25
BVPS	8.13	9.11	10.21	11.46
PE	36.89	28.16	24.87	21.94
PEG	1.04	0.91	1.88	1.65
PB	3.37	3.01	2.69	2.39
EV/EBITDA	14.79	18.25	15.62	13.05
ROE	9%	11%	11%	11%
ROIC	9%	10%	10%	10%

**资产负债表 (百万元)**

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1601	2112	2966	3988
交易性金融资产	170	226	292	301
应收票据及应收账款	728	807	881	950
存货	343	387	391	406
预付款项	61	68	79	96
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	827	1048	1212	1443
流动资产合计	3730	4648	5821	7184
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	2409	2416	2378	2343
在建工程	99	72	76	72
无形资产	231	190	142	96
商誉	59	59	59	59
递延所得税资产	16	15	15	15
其他非流动资产	248	241	239	238
<b>资产总计</b>	<b>6796</b>	<b>7646</b>	<b>8734</b>	<b>10011</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	373	455	547	647
预收账款	0	0	0	0
合同负债	215	150	202	256
应付职工薪酬	39	43	51	62
应交税费	92	132	190	266
其他流动负债	1061	1272	1494	1787
流动负债合计	1781	2052	2484	3018
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	81	80	80	80
<b>负债合计</b>	<b>1862</b>	<b>2132</b>	<b>2564</b>	<b>3098</b>
归属于母公司的所有者权益	4754	5323	5968	6699
少数股东权益	180	191	202	215
<b>股东权益</b>	<b>4934</b>	<b>5514</b>	<b>6170</b>	<b>6914</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>6796</b>	<b>7646</b>	<b>8734</b>	<b>10011</b>

**现金流量表 (百万元)**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>996</b>	<b>719</b>	<b>1046</b>	<b>1160</b>
投资	21	-56	-66	-9
资本性支出	-189	-163	-134	-138
其他	4	12	9	9
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-164</b>	<b>-207</b>	<b>-191</b>	<b>-138</b>
债权融资	-235	0	0	0
股权融资	69	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-2	0	0	0
其他	0	-1	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-168</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>664</b>	<b>511</b>	<b>854</b>	<b>1022</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场