

悦康药业 (688658.SH)

羟 A 急性缺血性脑卒中 III 期临床成功，重磅单品价值兑现可期

事件: 2023年1月10日，公司宣布注射用羟基红花黄素 A 治疗急性缺血性脑卒中全国多中心 III 期临床研究达到主要终点，在主要疗效指标上展示出优效性，安全性特征良好。

缺血性脑卒中患者基数达千万，神经保护药物具重磅发展潜力。《中国卒中报告 2020》显示，2019 年我国存量卒中患者 2876 万例，其中缺血性卒中患者 2418 万例；新发卒中 394 万例，包括缺血性卒中 287 万例；整体卒中发病率达到 276.7/10 万。多款循证医学证据不足、疗效不显著的传统大品种已被纳入“辅助与重点监控用药目录”限制使用，而神经保护类药物市场规模近年来持续扩容，代表品种丁苯酞 2020 年销售额已超过 60 亿元，相关产品具备超级大单品发展潜力。

羟基红花黄素 A 安全有效，进军急性缺血性脑卒中广阔市场。羟基红花黄素 A 随机双盲、安慰剂平行对照 III 期临床共在全国 45 家中心入组 1100 例患者，旨在评价羟 A 治疗急性缺血性脑卒中（中风病·中经络·血瘀阻络证）的有效性和安全性。试验主要终点是用药 90 天后 mRS 评分 ≤ 1 分的受试者比例，并进行优效性比较；次要终点包括 mRS 评分 ≤ 2 分的受试者比例、日常生活能力量表巴氏指数（Barthel-Index, BI）、NIHSS 评分、中医证候评分等；安全性主要关注不良事件、实验室检查以及生命体征等内容。试验结果表明，在急性缺血性脑卒中患者中，羟 A 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。

III 期临床成功推动羟 A 上市进程，预计峰值销售有望达 30 亿元。羟 A 治疗急性缺血性脑卒中的有效性与安全性收获大型 III 期临床验证，临床疗效确切、安全性良好，我们预计羟 A 有望在 2023 年 Q1 申报上市，在我国缺血性脑卒中神经保护剂药物研发进度中维持领先，获得先发优势；结合公司在脑卒中领域已培植大品种银杏叶提取物注射液，良好的协同销售能力有助于羟 A 在未来市场竞争中占据较大份额。我们预计羟基红花黄素 A 的峰值销售额将有望达到 30 亿元级别。

盈利预测及投资评级。基于 2022 年 Q4 多地疫情影响，我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.83 亿元、6.20 亿元、8.64 亿元，增长分别为 -11.4%、28.2%、39.4%。EPS 分别为 1.07 元、1.38 元、1.92 元，对应 PE 分别为 21x、17x、12x，扣除激励费用实际业绩增速更高。我们认为公司估值较低且后续创新大品种拉动发展持续向好，维持“买入”评级。

风险提示: 新药研发不及预期；单一品种占比较大；销售不及预期的风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,339	4,966	5,583	6,562	8,687
增长率 yoy (%)	1.2	14.4	12.4	17.5	32.4
归母净利润 (百万元)	442	545	483	620	864
增长率 yoy (%)	54.9	23.3	-11.4	28.2	39.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.98	1.21	1.07	1.38	1.92
净资产收益率 (%)	12.4	13.8	11.8	13.5	16.3
P/E (倍)	23.3	18.9	21.3	16.6	11.9
P/B (倍)	2.9	2.6	2.5	2.2	1.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 1 月 10 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
1月10日收盘价(元)	22.86
总市值(百万元)	10,287.00
总股本(百万股)	450.00
其中自由流通股(%)	45.47
30日日均成交量(百万股)	6.06

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 胡倬碧

执业证书编号: S0680519010003

邮箱: huruobi@gszq.com

相关研究

- 《悦康药业 (688658.SH): 业绩拐点明显, 疫情影响减弱, 业绩超市场预期》2022-10-30
- 《悦康药业 (688658.SH): 潜在重磅品种获批放量在即, 业绩拐点趋势明确》2022-10-27



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3892	4066	4307	4832	5810
现金	2535	2436	2640	2711	3048
应收票据及应收账款	614	866	799	1158	1432
其他应收款	6	9	8	12	15
预付账款	15	30	20	38	39
存货	627	632	748	820	1184
其他流动资产	95	92	92	92	92
非流动资产	1565	1661	1801	1989	2483
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1206	1199	1300	1470	1925
无形资产	217	277	318	333	351
其他非流动资产	142	185	184	186	207
资产总计	5457	5727	6108	6821	8293
流动负债	1779	1682	1884	2102	2867
短期借款	160	9	9	9	9
应付票据及应付账款	781	800	934	1036	1481
其他流动负债	838	873	941	1057	1377
非流动负债	92	117	119	119	120
长期借款	0	0	2	2	3
其他非流动负债	92	117	117	117	117
负债合计	1871	1800	2003	2221	2987
少数股东权益	5	3	5	7	8
股本	450	450	450	450	450
资本公积	2645	2645	2645	2645	2645
留存收益	486	829	1190	1613	2134
归属母公司股东权益	3581	3924	4101	4593	5298
负债和股东权益	5457	5727	6108	6821	8293

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	698	515	776	525	1195
净利润	444	544	485	621	865
折旧摊销	134	138	123	145	183
财务费用	40	-33	1	-4	24
投资损失	0	-4	-1	-1	-2
营运资金变动	70	-233	168	-236	124
其他经营现金流	10	103	0	0	0
投资活动现金流	-191	-201	-262	-331	-676
资本支出	127	200	141	187	495
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-64	0	-122	-144	-182
筹资活动现金流	1636	-408	-310	-123	-182
短期借款	-277	-151	0	0	0
长期借款	0	0	2	0	1
普通股增加	90	0	0	0	0
资本公积增加	1928	0	0	0	0
其他筹资现金流	-105	-257	-312	-123	-182
现金净增加额	2142	-95	204	71	337

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4339	4966	5583	6562	8687
营业成本	1475	1527	1675	1903	2432
营业税金及附加	51	64	70	81	107
营业费用	2016	2327	2490	2966	3952
管理费用	173	232	307	348	452
研发费用	128	200	480	558	730
财务费用	40	-33	1	-4	24
资产减值损失	-22	-41	0	0	0
其他收益	51	45	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	4	1	1	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	492	637	561	712	991
营业外收入	7	2	5	5	5
营业外支出	4	9	5	5	6
利润总额	495	629	561	712	990
所得税	52	86	76	91	125
净利润	444	544	485	621	865
少数股东损益	1	-2	1	2	1
归属母公司净利润	442	545	483	620	864
EBITDA	563	695	608	777	1087
EPS (元)	0.98	1.21	1.07	1.38	1.92

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	1.2	14.4	12.4	17.5	32.4
营业利润(%)	50.0	29.4	-11.9	27.0	39.2
归属于母公司净利润(%)	54.9	23.3	-11.4	28.2	39.4
获利能力					
毛利率(%)	66.0	69.2	70.0	71.0	72.0
净利率(%)	10.2	11.0	8.7	9.4	9.9
ROE(%)	12.4	13.8	11.8	13.5	16.3
ROIC(%)	9.9	11.9	9.9	11.7	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	34.3	31.4	32.8	32.6	36.0
净负债比率(%)	-62.5	-58.7	-61.2	-56.1	-55.0
流动比率	2.2	2.4	2.3	2.3	2.0
速动比率	1.8	2.0	1.8	1.8	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	6.1	6.7	6.7	6.7	6.7
应付账款周转率	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.21	1.07	1.38	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.55	1.14	1.72	1.17	2.66
每股净资产(最新摊薄)	7.96	8.72	9.11	10.21	11.77
估值比率					
P/E	23.3	18.9	21.3	16.6	11.9
P/B	2.9	2.6	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	14.3	11.5	12.8	9.9	6.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 1 月 10 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com