

康缘药业（600557）2022年中报点评

重点品种快速增长，中药创新能力居前

2022年08月03日

【投资要点】

- ◆ **公司业绩保持良好增长态势。**2022年上半年，公司实现营业收入20.97亿元，同比+18.54%；归母净利润2.11亿元，同比+32.35%；扣非归母净利润2.02亿元，同比+24.21%；实现经营性现金净流量3.75亿元，同比-9.59%。报告期内，公司全面开发七大基药品种及重点品种，主打大品种实现较快的增长；把握基药政策红利，重点推动基层医疗终端销售规模的显著提升；非自营业态核心品种业绩亦呈现较为良好的增长态势。受到新冠疫情的影响，公司Q2虽因疫情反复影响营业收入规模较Q1略有下降，但依旧实现营收正向增长且非注射剂品种维持稳定的增长速率。就单独Q2来看，公司实现收入10.19亿元（+12.35%），Q1为10.79亿元（+25.17%）；归母净利润1.01亿元（+32.89%），Q1为1.10亿元（+30.95%）。
- ◆ **非注射液品种收入增长17.90%。**分产品来看，2022H1注射液收入为7.53亿元（+20.24%）、胶囊4.98亿元（-0.74%）、口服液4.35亿元（+48.36%）、片丸剂1.69亿元（+19.29%）、贴剂1.17亿元（-3.08%）、颗粒剂&冲剂0.96亿元（+45.63%）、凝胶剂0.09亿元。口服液、颗粒剂&冲剂收入近50%的高速增长，主要为金振口服液、杏贝止咳颗粒销售快速增长所致。**其中非注射液品种收入增长17.90%。**分地区来看，华东地区实现收入8.39亿元（7.19%）、华中地区4.08亿元（+28.28%）、华南地区3.29亿元（+27.86%）、华北地区1.89亿元（+33.15%）、西南地区1.47亿元（+45.47%）、东北地区0.88亿元（+3.86%）、西北地区0.76亿元（+21.31%）。西南地区、华北地区营收快速增长，主要为金振口服液、热毒宁注射液销售同比增长所致。
- ◆ **中药创新能力居前企业。**公司稳居中药行业创新能力前列，以中药发展为主体，同时统筹化学药、生物药、健康产品等的协同发展。2022H1，公司研发费用为2.77亿元，同比+28.01%。报告期内，公司持续推动新产品研发，中药获批临床试验4个，申报生产批件1个；化药创新药开展II期临床试验2个；生物药提交CDE pre-IND沟通交流申请1个。同时，对于已上市品种培育，公司有序开展金振口服液、杏贝止咳颗粒、复方南星止痛膏、热毒宁注射液等主要品种的循证医学临床研究；深入进行一批已上市重点品种的基础研究。



挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

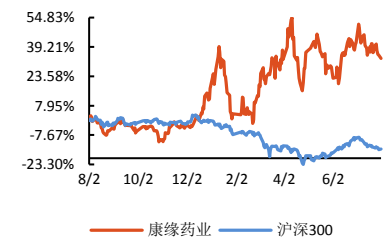
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：侯伟青

电话：021-23586362

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	8444.68
流通市值（百万元）	8444.68
52周最高/最低（元）	17.50/9.22
52周最高/最低（PE）	30.59/19.48
52周最高/最低（PB）	2.17/1.32
52周涨幅（%）	40.19
52周换手率（%）	491.10

相关研究

《坚持打造大品种，中药创新排头兵》

2022.04.13

费用支出保持良好。2022H1，公司销售、管理、财务费用率分别为 41.09%、4.06%、-0.10%，同比分别+0.05pct、-0.36pct、-0.41pct；研发费用率为 13.23%(同比+0.98pct)；公司销售毛利率、净利率分别为 71.58% (+0.64)、10.08% (+0.94pct)。

【投资建议】

中医药行业未来发展前景可观。中成药生产对医药工业的收入贡献在提升。2021 年，中国医药工业实现营业收入 3.30 万亿元，同比增长 19%，其中中成药生产的收入贡献占比 17%。近年来中国中药行业主营收入呈现波动趋势，2021 年中成药饮片、中成药从负增长转变为 10%左右的较高增速（中国医药企业管理协会）。**中药注册申请受理数量大幅攀升。**根据 CDE 数据整理，2022 年上半年 CDE 新受理中药注册申请 740 件，同比增长 85%，其中受理新药临床试验申请 IND 为 31 个，新药上市许可申请 4 个。随着国民生活水平的提高，对预防胜于治疗、未病先防和既病防变的健康意识也在提升，而具有“治未病”独特优势的中医药迎来发展良机，尤其在抗击新冠疫情时中医药在重大疾病防治中不可或缺的重要作用，为中药新药研发带来新的发展机遇，也为振兴中医药发展、走向国际迎来契机。

目前公司主要产品线聚焦于病毒感染性疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。截至 2022 年上半年，公司共获得药品生产批件 203 个，其中 43 个药品为中药独家品种，共有 2 个中药保护品种。公司产品共有 106 个品种被列入 2021 版国家医保目录，其中甲类 45 个，乙类 61 个，独家品种 23 个；另共有 47 个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为 6 个。我们维持公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 42.78/50.81/60.58 亿元，归母净利润分别为 4.60/6.20/8.10 亿元，EPS 分别为 0.80/1.08/1.41 元，对应 PE 分别为 17/13/10 倍。维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3648.57	4277.65	5081.20	6057.66
增长率(%)	20.34%	17.24%	18.78%	19.22%
EBITDA（百万元）	509.08	647.38	818.56	1023.21
归属母公司净利润 （百万元）	320.54	460.33	619.92	810.30
增长率(%)	21.92%	43.61%	34.67%	30.71%
EPS(元/股)	0.56	0.80	1.08	1.41
市盈率（P/E）	22.01	17.42	12.93	9.90
市净率（P/B）	1.64	1.69	1.49	1.30
EV/EBITDA	12.87	10.68	7.81	5.49

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 行业政策变化风险；
- ◆ 产品研发进展风险；
- ◆ 产品质量安全风险；

资产负债表（百万元）

至12月31日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2874.22	3424.78	4190.66	5220.91
货币资金	937.44	1101.22	1622.03	2396.89
应收及预付	764.51	1089.42	1278.15	1482.19
存货	338.08	398.55	452.03	500.39
其他流动资产	834.19	835.58	838.45	841.44
非流动资产	3143.80	2987.61	2992.54	3007.97
长期股权投资	4.05	4.05	4.05	4.05
固定资产	2449.91	2349.92	2259.92	2179.92
在建工程	82.90	151.33	219.75	288.18
无形资产	282.73	307.73	332.73	357.73
其他长期资产	324.21	174.59	176.09	178.09
资产总计	6018.02	6412.39	7183.20	8228.87
流动负债	1452.86	1393.32	1532.76	1752.27
短期借款	234.50	0.00	0.00	0.00
应付及预收	359.75	365.03	416.85	471.71
其他流动负债	858.61	1028.28	1115.91	1280.56
非流动负债	92.44	92.44	92.44	92.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	92.44	92.44	92.44	92.44
负债合计	1545.30	1485.76	1625.20	1844.71
实收资本	592.88	576.43	576.43	576.43
资本公积	171.79	171.79	171.79	171.79
留存收益	3719.70	4180.03	4799.95	5610.25
归属母公司股东权益	4304.37	4748.25	5368.17	6178.47
少数股东权益	168.35	178.38	189.83	205.69
负债和股东权益	6018.02	6412.39	7183.20	8228.87

利润表（百万元）

至12月31日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3648.57	4277.65	5081.20	6057.66
营业成本	1025.03	1096.54	1228.20	1389.41
税金及附加	60.80	73.58	87.40	104.19
销售费用	1583.08	1856.03	2204.68	2628.36
管理费用	162.27	190.25	225.99	269.42
研发费用	499.39	598.87	711.37	848.07
财务费用	8.20	-10.28	-20.42	-30.14
资产减值损失	1.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.06	4.45	5.40	6.39
资产处置收益	0.97	0.62	0.94	1.03
其他收益	34.13	46.04	52.30	63.30
营业利润	350.98	523.76	702.62	919.07
营业外收入	0.63	0.02	0.02	0.02
营业外支出	23.34	1.16	1.12	1.13
利润总额	328.27	522.62	701.52	917.96
所得税	3.92	52.26	70.15	91.80
净利润	324.35	470.36	631.37	826.17
少数股东损益	3.81	10.03	11.45	15.86
归属母公司净利润	320.54	460.33	619.92	810.30
EBITDA	509.08	647.38	818.56	1023.21

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至12月31日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	908.30	444.63	715.50	988.97
净利润	324.35	470.36	631.37	826.17
折旧摊销	191.08	185.00	195.00	205.00
营运资金变动	385.05	-211.82	-105.63	-35.88
其它	7.81	1.08	-5.24	-6.32
投资活动现金流	-296.76	-24.89	-194.69	-214.11
资本支出	-142.30	-29.33	-200.09	-220.50
投资变动	-158.50	0.00	0.00	0.00
其他	4.04	4.45	5.40	6.39
筹资活动现金流	-442.91	-255.96	0.00	0.00
银行借款	392.00	-234.50	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	4.00	-16.45	0.00	0.00
其他	-838.91	-5.01	0.00	0.00
现金净增加额	168.63	163.78	520.81	774.86
期初现金余额	768.81	937.44	1101.22	1622.03
期末现金余额	937.44	1101.22	1622.03	2396.89

主要财务比率

至12月31日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	20.34%	17.24%	18.78%	19.22%
营业利润增长	-0.12%	49.23%	34.15%	30.81%
归属母公司净利润增长	21.92%	43.61%	34.67%	30.71%
获利能力 (%)				
毛利率	71.91%	74.37%	75.83%	77.06%
净利率	8.89%	11.00%	12.43%	13.64%
ROE	7.45%	9.69%	11.55%	13.11%
ROIC	6.68%	8.45%	10.10%	11.53%
偿债能力				
资产负债率 (%)	25.68%	23.17%	22.63%	22.42%
净负债比率	34.55%	30.16%	29.24%	28.90%
流动比率	1.98	2.46	2.73	2.98
速动比率	1.72	2.14	2.41	2.66
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.67	0.71	0.74
应收账款周转率	4.98	4.10	4.14	4.25
存货周转率	10.79	10.73	11.24	12.11
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.80	1.08	1.41
每股经营现金流	1.58	0.77	1.24	1.72
每股净资产	7.47	8.24	9.31	10.72
估值比率				
P/E	22.01	17.42	12.93	9.90
P/B	1.64	1.69	1.49	1.30
EV/EBITDA	12.87	10.68	7.81	5.49

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。