

康恩贝(600572)

报告日期: 2023年04月15日

## 国资赋能, 迎新起点

### ——康恩贝 2022 年报点评

#### 投资要点

##### □ 业绩表现: 扣非归母净利润实现高增长, 国资入主成效初显

2022 年公司实现收入 60.00 亿元, 同比下降 8.64%, 若剔除珍视明业务后同比增长 9.30%。归母净利润 3.58 亿元 (-82.25%), 扣非归母净利润 4.83 亿元 (+205.39%); 若完全扣除珍视明、嘉和生物、股权投资计提减值准备等因素, 2022 年公司归母净利润为 5.96 亿元 (+7.16%), 扣非归母净利润 5.23 亿元 (+26.3%)。

##### □ 成长能力: 业务结构优化, 自我诊疗业务贡献主要收入增量

公司战略重心向自我保健产品类业务转移, 其中因珍视明于 2022 年不再纳入公司合并报表, 下文可比口径增速均为剔除珍视明业务后的收入同比增速:

(1) 自我保健产品类业务: 实现收入 25.2 亿元 (占比 42%, 可比口径同比增长 10.5%)。其中非处方药收入 20.4 亿元 (可比口径同比增长 7.6%), 主要增长驱动力为肠炎宁、金笛系列, 肠炎宁 22 年收入突破 10 亿元; 健康消费品实现收入 4.8 亿元 (可比口径同比增长 24.6%), 主要增长来自康恩贝牌健康产品;

(2) 处方药业务: 实现收入 20.4 亿元 (占比 34%, 可比口径同比增长 8.1%), 其中“金康速力”因调入 20 年医保目录, 22 年收入同比增速超 35%; 此外“至心研”、“天保宁”等品种为处方药核心放量品种;

(3) 中药饮片业务: 实现收入 5.4 亿元 (占比 9%, 同比增长 22.5%), 2022 年 10 月公司受让国资持股的中医药大学公司 51% 的股权, 国资入主后对公司业务持续赋能。

##### □ 盈利能力: 费用率持续下降, 盈利水平有提升空间

2022 年毛利率为 59.3% (-5.1pct), 毛利率下降原因是饮片等低毛利业务占比提升。费用率方面, 2022 年公司销售费用率 34.4% (-4.8pct), 公司通过建设加强康恩贝品牌形象、优化营销模式等快速实现降费; 财务费用率 -0.2% (-1.2pct), 原因是公司出清多个低效无效资产、快速资金回流以降低财务费用。

##### □ 营运能力: 现金流表现充裕, 经营质量优异

2022 年公司经营性现金流净额 11.55 亿元, 同比增长 29.7%, 远超公司净利润水平, 说明随着公司逐步聚焦主业、剔除无效资产, 经营质量显著提升。我们预计随着公司管理运营提效、优化销售体系, 公司经营性现金流有望进一步提升。

##### □ 战略分析: 聚焦主业, 看好国资入主后公司成长的持续性

2020 年国资入主以来, 公司陆续落地股权激励、开始聚焦主业、整合优质资产等, 2022 年公司的调整后扣非归母净利润增速也较为亮眼; 我们认为当前时点公司经历了资产瘦身、明确了聚焦自我诊疗业务的战略重心, 有望迎来新一轮成长的起点。

##### □ 盈利预测与投资观点

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 70.35/81.60/93.43 亿元, 同比增速分别为 17.2%/16.0%/14.5%; 归母净利润分别为 6.52/8.09/9.42 亿元, 同比增速分别为 82.1%/24.1%/16.4%; 对应 PE 分别为 25.94x/20.89x/17.95x, 维持“增持”评级。

##### □ 风险提示

公司核心产品受到集采等因大幅降价的风险; 公司管理效率改善不及预期的风险; 原料药价格波动的风险。

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 6.58
总市值(百万元)	16,910.85
总股本(百万股)	2,570.04

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《聚焦主业, 利润兑现》  
2023.04.05
- 2 《中药大健康, 混改新起点》  
2023.03.28
- 3 《改革释放潜力, 扩张增强动力》  
2015.04.13

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,000	7,035	8,160	9,343
(+/-) (%)	-8.64%	17.23%	16.00%	14.50%
归母净利润	358	652	809	942
(+/-) (%)	-82.25%	82.07%	24.14%	16.37%
每股收益(元)	0.14	0.25	0.31	0.37
P/E	47.22	25.94	20.89	17.95

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5,395	6,458	7,705	9,140
现金	2,468	3,642	4,771	6,142
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	953	1,510	1,592	1,771
其它应收款	59	92	97	109
预付账款	70	28	33	38
存货	1,128	1,153	1,179	1,047
其他	717	33	33	33
<b>非流动资产</b>	5,534	5,153	4,986	4,816
金额资产类	213	15	15	15
长期投资	1,416	1,396	1,396	1,396
固定资产	2,550	2,486	2,419	2,350
无形资产	391	391	391	391
在建工程	662	562	462	362
其他	302	302	302	302
<b>资产总计</b>	10,930	11,611	12,690	13,956
<b>流动负债</b>	2,789	2,745	2,926	3,145
短期借款	718	518	318	118
应付款项	629	715	888	991
预收账款	0	0	0	0
其他	1,442	1,513	1,720	2,036
<b>非流动负债</b>	817	817	817	817
长期借款	330	330	330	330
其他	487	487	487	487
<b>负债合计</b>	3,606	3,562	3,743	3,962
少数股东权益	410	483	573	677
归属母公司股东权	6,914	7,566	8,375	9,317
<b>负债和股东权益</b>	10,930	11,611	12,690	13,956

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1,155	1,188	1,313	1,529
净利润	358	652	809	942
折旧摊销	287	144	147	150
财务费用	35	43	34	25
投资损失	(36)	(14)	(16)	(19)
营运资金变动	188	257	263	355
其它	324	106	77	75
<b>投资活动现金流</b>	(211)	229	50	68
资本支出	(128)	17	33	49
长期投资	53	0	0	0
其他	(137)	212	16	19
<b>筹资活动现金流</b>	(925)	(243)	(234)	(225)
短期借款	(626)	(200)	(200)	(200)
长期借款	321	0	0	0
其他	(619)	(43)	(34)	(25)
<b>现金净增加额</b>	29	1,174	1,129	1,372

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6,000	7,035	8,160	9,343
营业成本	2,442	2,831	3,311	3,820
营业税金及附加	75	90	101	117
营业费用	2,062	2,427	2,815	3,177
管理费用	520	577	669	766
研发费用	196	246	286	327
财务费用	(14)	26	8	(9)
资产减值损失	(69)	(50)	(20)	(20)
公允价值变动损益	(198)	0	0	0
投资净收益	34	14	16	19
其他经营收益	79	110	122	136
<b>营业利润</b>	602	941	1,134	1,330
营业外收支	(12)	(12)	(12)	0
<b>利润总额</b>	590	929	1,122	1,330
所得税	130	205	223	283
<b>净利润</b>	460	724	899	1,047
少数股东损益	102	72	90	105
<b>归属母公司净利润</b>	358	652	809	942
EBITDA	1,045	1,008	1,125	1,286
EPS (最新摊薄)	0.14	0.25	0.31	0.37

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	(8.64%)	17.23%	16.00%	14.50%
营业利润	(76.23%)	56.27%	20.48%	17.22%
归属母公司净利润	(82.25%)	82.07%	24.14%	16.37%
<b>获利能力</b>				
毛利率	59.30%	59.75%	59.43%	59.11%
净利率	5.97%	9.27%	9.92%	10.08%
ROE	5.18%	8.62%	9.66%	10.11%
ROIC	6.94%	7.45%	8.05%	8.44%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	32.99%	30.68%	29.49%	28.39%
净负债比率	49.23%	44.26%	41.83%	39.64%
流动比率	1.93	2.35	2.63	2.91
速动比率	1.51	1.92	2.22	2.56
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.62	0.67	0.70
应收账款周转率	6.29	8.16	9.54	9.52
应付账款周转率	4.43	4.91	5.23	4.96
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.14	0.25	0.31	0.37
每股经营现金	0.45	0.46	0.51	0.59
每股净资产	2.69	2.94	3.26	3.63
<b>估值比率</b>				
P/E	47.22	25.94	20.89	17.95
P/B	2.45	2.24	2.02	1.82
EV/EBITDA	10.42	14.16	11.50	8.84

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>