

业绩增速符合预期，研发投入持续增加

康缘药业(600557)

事件概述

公司发布 2023 半年报，上半年收入 25.5 亿元 (yoy+21.7%)，归母净利润 3.5 亿元 (yoy +30.6%)，扣非归母净利润 2.6 亿元 (yoy +29.9%)，利润端增速高于收入端主要得益于产品毛利率提升。经营性现金流净额 4.6 亿元 (+21.8%)。

单季度看，2023Q2 实现收入 12.0 亿元 (+17.9%)，归母净利润 1.3 亿元 (+32.8%)。

2023H1 毛利率 75.0% (+4.7pct)，持续保持较高毛利水平，归母净利率 10.8% (+0.7pct)，销售费用率 42.6% (+1.5pct)，管理费用率 4.3% (+0.2pct)，研发费用率 14.2% (+1.0pct)，公司费用率稳中有增。

▶ 半年业绩增速符合预期，注射液持续放量拉动整体收入增长

分产品来看，2023H1 注射液产品营收为 11.6 亿元 (yoy+54.5%)，占总收入比 45.4% (+9.7pct)，主要系拳头品种热毒宁、银杏二萜内酯葡胺注射液销售额上升所致。非注射液产品营收为 13.9 亿元 (yoy+3.3%)，增速略承压；其中颗粒剂、冲剂产品营收 1.9 亿元 (yoy+91.0%)，占比总收入 7.5%，系杏贝止咳颗粒销售额上升所致；口服液营收 4.2 亿 (yoy-3.8%)，占比总收入 16.6%，儿童药金振口服液已于 2022 年成长为 10 亿元大单品，今年收入规模有望稳步扩大。凝胶剂产品营收 1029.5 万元，较去年有所下降，系核心品种 1 类中药筋骨止痛凝胶销售额有所下降。

▶ 持续加大研发投入，逐步提高生产效率

报告期内，公司持续推动新产品研发，中药获得临床试验批准通知书 1 个 (梳黄贴膏)，新申报生产品种 2 个 (JC 颗粒、FZJD 颗粒)，III 期临床研究品种 2 个 (SPPY 颗粒、LWDHGTP 片)；化药创新药获得临床试验批准通知书 2 个 (KY0135 片、KY1702 胶囊)，推进 II 期临床 2 个 (DC20、KY0467)，开展 II 期临床 2 个 (SIPI-2011、WXSH0493 片)；化药仿制药获得 2 个药品注册证书 (吸入用异丙托溴铵溶液、米诺地尔搽剂)；生物药获得中国和美国临床试验批准通知书 1 个 (KYS202002A 注射液复发和难治性多发性骨髓瘤)，获得 CDE 审评受理 1 个 (KYS202002A 注射液系统性红斑狼疮)

已上市品种培育方面，公司有序推进散寒化湿颗粒、金振口服液、腰痹通胶囊、银杏二萜内酯葡胺注射液、通塞脉片、热毒

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	23.44
股票代码:	600557
52 周最高价/最低价:	33.71/12.08
总市值(亿)	137.03
自由流通市值(亿)	135.11
自由流通股数(百万)	576.43



分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话:

研究助理: 程仲瑶

邮箱: chengzy@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

相关研究

1. 【华西医药】康缘药业(600557.SH)深度报告: 政策推动中药创新, 核心药品放量增长

2023.05.14

宁注射液等品种的循证证据研究。

盈利预测与投资建议

我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年公司收入分别为 52.5、62.6、73.6 亿元，同比增长 21%、19%、18%；实现归母净利润 5.4、6.7、8.0 亿元，同比增长 24%、25%、19%，对应 EPS 为 0.92/1.15/1.37 元。对应 2023 年 7 月 12 日收盘价 23.44 元/股，PE 为 25X/20X/17X；维持“增持”评级。

风险提示

主力品种增速放缓风险；产品招标降价风险；新产品市场推广不及预期风险；新产品研发进度不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,649	4,351	5,251	6,257	7,364
YoY (%)	20.3%	19.2%	20.7%	19.2%	17.7%
归母净利润(百万元)	321	434	538	673	802
YoY (%)	21.9%	35.5%	23.8%	25.1%	19.2%
毛利率 (%)	71.9%	72.1%	72.9%	73.1%	73.3%
每股收益 (元)	0.56	0.75	0.92	1.15	1.37
ROE	7.4%	9.1%	10.2%	11.3%	11.9%
市盈率	41.86	31.25	25.47	20.36	17.09

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,351	5,251	6,257	7,364	净利润	442	548	685	816
YoY (%)	19.2%	20.7%	19.2%	17.7%	折旧和摊销	193	196	200	207
营业成本	1,214	1,423	1,683	1,970	营运资金变动	361	85	128	35
营业税金及附加	73	86	104	122	经营活动现金流	996	848	1,029	1,072
销售费用	1,868	2,274	2,709	3,200	资本开支	-189	-210	-158	-166
管理费用	190	237	278	328	投资	21	0	0	0
财务费用	-9	-20	-29	-43	投资活动现金流	-164	-204	-152	-159
研发费用	606	730	868	1,023	股权募资	69	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0	债务募资	-235	150	-45	-12
投资收益	4	5	6	7	筹资活动现金流	-168	146	-53	-17
营业利润	455	581	713	847	现金净流量	664	790	825	896
营业外收支	-9	-22	-18	-18	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	446	559	695	829	成长能力				
所得税	4	11	10	13	营业收入增长率	19.2%	20.7%	19.2%	17.7%
净利润	442	548	685	816	净利润增长率	35.5%	23.8%	25.1%	19.2%
归属于母公司净利润	434	538	673	802	盈利能力				
YoY (%)	35.5%	23.8%	25.1%	19.2%	毛利率	72.1%	72.9%	73.1%	73.3%
每股收益	0.75	0.92	1.15	1.37	净利率	10.0%	10.2%	10.8%	10.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	6.4%	6.8%	7.6%	8.0%
货币资金	1,601	2,391	3,216	4,112	净资产收益率 ROE	9.1%	10.2%	11.3%	11.9%
预付款项	61	64	75	90	偿债能力				
存货	343	448	469	571	流动比率	2.09	2.08	2.26	2.37
其他流动资产	1,725	1,919	2,056	2,349	速动比率	1.83	1.83	2.02	2.13
流动资产合计	3,730	4,822	5,816	7,122	现金比率	0.90	1.03	1.25	1.37
长期股权投资	4	4	4	4	资产负债率	27.4%	30.4%	30.1%	30.6%
固定资产	2,409	2,439	2,424	2,412	经营效率				
无形资产	231	190	142	96	总资产周转率	0.68	0.72	0.75	0.78
非流动资产合计	3,066	3,059	3,001	2,945	每股指标 (元)				
资产合计	6,796	7,881	8,817	10,066	每股收益	0.75	0.92	1.15	1.37
短期借款	0	150	105	93	每股净资产	8.13	9.05	10.20	11.58
应付账款及票据	373	574	614	717	每股经营现金流	1.70	1.45	1.76	1.83
其他流动负债	1,408	1,594	1,851	2,193	每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,781	2,318	2,569	3,002	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	31.25	25.47	20.36	17.09
其他长期负债	81	81	81	81	PB	2.31	2.59	2.30	2.02
非流动负债合计	81	81	81	81					
负债合计	1,862	2,399	2,650	3,083					
股本	585	585	585	585					
少数股东权益	180	190	202	216					
股东权益合计	4,934	5,482	6,167	6,984					
负债和股东权益合计	6,796	7,881	8,817	10,066					

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。

程仲瑶：上海交通大学药学硕士，曾就职于私募基金和2年医药实业经历，2021年11月加入华西证券，负责医疗服务和中药行业

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。