

注射剂、颗粒剂、冲剂收入大幅增长，各剂型产品线毛利率实现正增长

——康缘药业（600557）点评报告

买入（维持）

2023年07月13日

报告关键要素：

公司7月12日发布2023年半年报。报告期内，公司合并报表实现营业收入25.53亿元，同比上升21.74%；归属于上市公司股东的净利润2.76亿元，同比上升30.60%；经营性现金流量净额4.56亿，同比上升21.84%。

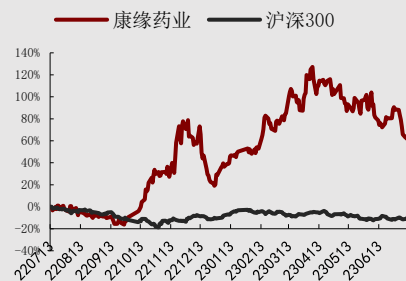
投资要点：

- **2023 H1 业绩实现两位数增长，经营性现金流量净额大幅增长。**公司2023H1实现营收25.53亿元（+21.74%），归母净利润2.76亿元（+30.60%），经营活动产生的现金流量净额4.56亿（+21.84%）；2022Q2实现营收12.01亿元（+17.88%），归母净利润1.34亿元（+32.77%），经营性现金流量净额5.17亿元（+75.02%）。
- **注射液、颗粒剂&冲剂增长强劲。**2023H1，注射液、胶囊、口服液、颗粒剂&冲剂、片丸剂、贴剂、凝胶剂收入增速分别为53.93%、-7.45%、-2.71%、99.56%、5.27%、-0.53%、10.91%。注射液、颗粒剂&冲剂增长强劲，注射液大幅增长主要是热毒宁注射液销售同比增长所致。颗粒剂、冲剂大幅增长主要是杏贝止咳颗粒销售同比增长所致；2023Q2，注射液、胶囊、口服液、颗粒剂&冲剂、片丸剂、贴剂、凝胶剂收入增速分别60.54%、-1.54%、-25.52%、41.08%、0.02%、-7.23%、50.00%。
- **各剂型产品线毛利率实现正增长。**2023年上半年公司综合毛利率为75.10%，同比增加3.21个百分点。注射液、胶囊、口服液、颗粒剂&冲剂、片丸剂、贴剂、凝胶剂毛利率分别为74.80%、67.53%、81.10%、78.78%、72.04%、83.76%、87.39%、分别同比增长3.33、2.36、1.65、12.79、3.50、0.01、3.94个百分点，各剂型产品线毛利率均实现正增长，颗粒剂&冲剂毛利率提升突出。
- **研发费用同比增长28.01%，研发费用率同比增加1.01个百分点，研发硕果累累。**作为创新驱动的企业，公司重视研发和成果转化，

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)	23.44
总市值(亿元)	137.03
流通A股市值(亿元)	135.11

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

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

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	644.76	730.69
增长比率(%)	35.54	31.01	13.27	13.33
每股收益(元)	0.74	0.97	1.10	1.25
市盈率(倍)	31.54	24.07	21.25	18.75
市净率(倍)	2.88	2.56	2.29	2.04

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

2023 年上半年研发投入 3.63 亿元 (+31.02%)，研发费用率为 14.24%，同比增加 1.01 个百分点。中药获得临床试验批准通知书 1 个 (栀黄贴膏)，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)；同时推动一批项目分别开展成药性研究、临床前研究、临床研究工作。

- **销售费用投入增加，管理效率提升。**公司 2023 年上半年销售费用 10.89 亿元 (+26.32%)，销售费用率为 42.64%，同比增加 1.54 个百分点；管理费用率为 4.31%，同比减少 12.98 个百分点；财务费用率为 -0.31%，同比减少 0.20 个百分点。

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 24.07/21.25/18.75 (对应 2023 年 7 月 12 日收盘价 23.44 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，维持“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

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4351	5283	6342	7596
%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%	-0.34%	-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
营业利润	455	615	682	770
%营业收入	10.45%	11.63%	10.75%	10.13%
营业外收支	-9	-30	-20	-20
利润总额	446	585	661	750
%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%
归属于母公司的净利润	434	569	645	731
%同比增速	35.54%	31.01%	13.27%	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	9.15	10.25	11.50
PE	31.54	24.07	21.25	18.75
PEG	0.89	0.78	1.60	1.41
PB	2.88	2.56	2.29	2.04
EV/EBITDA	14.79	15.18	12.82	10.49
ROE	9.14%	10.64%	10.76%	10.87%
ROIC	8.83%	10.19%	10.25%	10.30%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1601	2126	2980	4023
交易性金融资产	170	226	292	294
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	1428
流动资产合计	3730	4662	5835	7198
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	28	28	28
其他非流动资产	248	239	236	235
资产总计	6796	7670	8758	10035
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	1786
流动负债合计	1781	2052	2484	3017
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
负债合计	1862	2131	2564	3097
归属于母公司的所有者权益	4754	5347	5992	6723
少数股东权益	180	191	202	215
股东权益	4934	5538	6194	6938
负债及股东权益	6796	7670	8758	10035

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	996	706	1046	1173
投资	21	-56	-66	-2
资本性支出	-189	-165	-134	-138
其他	4	17	9	9
投资活动现金流净额	-164	-205	-191	-131
债权融资	-235	0	0	0
股权融资	69	24	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
筹资活动现金流净额	-168	23	0	0
现金净流量	664	525	854	1042

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