

康缘药业(600557)

报告日期: 2023年07月13日

## 口服短期承压, 看好下半年改善

——康缘药业 2023H1 半年报点评

### 投资要点

#### □ 业绩表现: 利润增速基本复合预期

2023年7月12日, 公司发布2023年半年报。2023H1公司实现营业收入25.53亿元, 同比增长21.7%; 归母净利润2.76亿元, 同比增长30.6%。单季度来看, 2023Q2公司实现营业收入12.01亿元, 同比增长17.9%; 归母净利润1.34亿元, 同比增长32.8%。

#### □ 成长性分析: 注射剂高增长, 口服剂短期承压

(1) 注射液: 2023H1实现营业收入11.59亿元(同比增长54%, 占主营业务收入比例46%), 其中2023Q2实现营业收入5.68亿元(+61%, 占比48%), 受到热毒宁院内需求增加的影响, 公司注射剂销售2023Q2快速增长, 全年来看我们预计热毒宁销售有望维持在较为平稳的增速;

(2) 口服液: 2023H1实现营业收入4.23亿元(同比减少3%, 占主营业务收入比例17%), 其中2023Q2实现收入1.40亿元(同比减少26%, 占比12%), 我们认为公司口服液销售下滑的原因为金振口服液销量减少, 我们预计随着公司学术推广赋能销售, 2023H2公司口服条线销售有望逐季改善, 看好2023H2收入结构中口服条线占比上升;

(3) 其他二线品类: 1) 胶囊: 2023H1营收4.61亿元, 同比下降7%; 2023Q2营收2.54亿元, 同比下降2%; 2) 颗粒剂、冲剂: 2023H1营收1.91亿元, 同比增长100%; 2023Q2营收0.67亿元, 同比增长41%, 主要系杏贝颗粒销售同比增长所致; 3) 片丸剂: 2023H1营收1.78亿元, 同比增长5%; 2023Q2营收0.98亿元, 同比下降0%; 4) 贴剂: 2023H1营收1.16亿元, 同比下降1%; 2023Q2营收0.58亿元, 同比下降7%; 5) 凝胶剂: 2023H1营收0.10亿元, 同比增长11%; 2023Q2营收0.08亿元, 同比增长50%。

#### □ 盈利能力: 销售投放增加, 研发费用率持续上升

公司2023H1毛利率为74.95%, 同比上升3.4pct, 销售规模效应体现, 净利率升至11.08%, 同比上升1pct; 销售费用率为42.64%, 同比上升1.6pct, 原因为2023Q2加大销售费用投入; 研发费用率为14.24%, 同比上升1pct, 公司高强度研发持续; 管理费用率4.3%, 同比上升0.2pct, 保持在较为平稳的水平。

#### □ 经营质量分析: 应收账款周转率上升, 看好全年运营提效

2023H1公司经营性现金流净额为4.56亿元, 同比上升21.84%, 现金流表现良好; 应收账款6.64亿元, 比报告期初下降8.79%, 公司现金回流加快。2023H1公司应收账款周转率为3.67, 同比提升0.86, 营销改善帮助公司运营持续提效。

#### □ 战略分析: 中药创新药龙头企业, 渠道管理助力其增长持续

公司是中药创新药龙头企业, 从研发储备来看, 2023H1公司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(PPY颗粒、LWDHGTP片); 在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、银杏二萜内酯葡胺注射液、热毒宁注射液等品种的循证证据研究, 深入推进重点培育品种、医保及基药目录品种的功效成分与作用机制研究, 构建临床-基础相结合的系统证据链。我们认为公司的研发已经形成良好体系, 在营销持续赋能、经营效率提升的背景下, 公司的研发成果有望快速放量, 构建长期产品梯队。

#### □ 盈利预测与估值

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为51.59/61.86/73.23亿元, 同比增长18.58%/19.91%/18.37%; 归母净利润分别为5.63/7.20/8.70亿元, 同比增长29.67%/27.76%/20.86%; 对应当前PE分别为24.32x/19.04x/15.75x, 维持“增持”评级。

### 投资评级: 增持(维持)

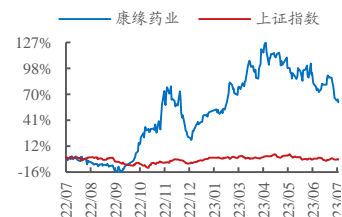
分析师: 孙建  
执业证书号: S1230520080006  
02180105933  
sunjian@stocke.com.cn

研究助理: 李晨琛  
lichenchen@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥23.44
总市值(百万元)	13,702.98
总股本(百万股)	584.60

### 股票走势图



### 相关报告

- 《抗疲增量贡献, 全年增长持续》2023.04.10
- 《中药龙头, 轻装启航》2023.02.21
- 《首个3.1类中药新药获批——康缘药业点评报告》2023.01.03

**□ 风险提示**

新药研发及临床销售节奏不及预期的风险；注射剂销售不及预期的风险；营销改革进度不及预期的风险。

**财务摘要**

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2020E
营业收入	4,351	5,159	6,186	7,323
(+/-) (%)	19.25%	18.58%	19.91%	18.37%
归母净利润	434	563	720	870
(+/-) (%)	35.54%	29.67%	27.76%	20.86%
每股收益(元)	0.74	0.96	1.23	1.49
P/E	31.54	24.32	19.04	15.75

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>	3,730	4,519	5,657	7,104
现金	1,601	2,317	3,194	4,293
交易性金融资产	170	253	336	389
应收账款	728	1,410	1,544	1,755
其它应收款	10	15	17	19
预付账款	61	69	74	95
存货	343	372	400	441
其他	817	83	92	113
<b>非流动资产</b>	3,066	3,030	2,954	2,878
金额资产类	42	42	42	42
长期投资	4	4	4	4
固定资产	2,409	2,364	2,298	2,239
无形资产	231	202	156	114
在建工程	99	119	148	166
其他	281	299	306	313
<b>资产总计</b>	6,796	7,549	8,610	9,983
<b>流动负债</b>	1,781	1,971	2,312	2,815
短期借款	0	0	0	0
应付款项	373	477	568	652
预收账款	0	0	0	0
其他	1,408	1,495	1,745	2,163
<b>非流动负债</b>	81	81	81	81
长期借款	0	0	0	0
其他	81	81	81	81
<b>负债合计</b>	1,862	2,052	2,393	2,896
少数股东权益	180	180	180	180
归属母公司股东权益	4,754	5,318	6,037	6,907
<b>负债和股东权益</b>	6,796	7,549	8,610	9,983

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	996	990	1,087	1,288
净利润	434	563	720	870
折旧摊销	193	188	190	196
财务费用	2	0	0	0
投资损失	(4)	(5)	(6)	(7)
营运资金变动	361	225	175	221
其它	9	19	9	8
<b>投资活动现金流</b>	(164)	(254)	(204)	(180)
资本支出	(189)	(164)	(125)	(132)
长期投资	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	25	(90)	(79)	(48)
<b>筹资活动现金流</b>	(168)	(20)	(7)	(9)
短期借款	(235)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	66	(20)	(7)	(9)
<b>现金净增加额</b>	664	716	876	1,099

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4,351	5,159	6,186	7,323
营业成本	1,214	1,429	1,717	2,014
营业税金及附加	73	83	102	121
营业费用	1,868	2,193	2,592	3,068
管理费用	190	238	277	328
研发费用	606	702	848	1,011
财务费用	(9)	(12)	(17)	(24)
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	10	10	10
投资净收益	4	5	6	7
其他经营收益	42	56	61	74
<b>营业利润</b>	455	598	747	897
营业外收支	(9)	(30)	(20)	(20)
<b>利润总额</b>	446	568	727	878
所得税	4	5	7	8
<b>净利润</b>	442	563	720	870
少数股东损益	7	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	434	563	720	870
EBITDA	633	702	840	977
EPS (最新摊薄)	0.74	0.96	1.23	1.49

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	19.25%	18.58%	19.91%	18.37%
营业利润	29.58%	31.44%	24.99%	20.10%
归属母公司净利润	35.54%	29.67%	27.76%	20.86%
<b>获利能力</b>				
毛利率	72.10%	72.30%	72.25%	72.49%
净利率	9.99%	10.92%	11.63%	11.88%
ROE	9.14%	10.59%	11.92%	12.59%
ROIC	8.83%	9.27%	10.36%	10.91%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.40%	27.18%	27.79%	29.01%
净负债比率	37.73%	37.33%	38.49%	40.86%
流动比率	2.09	2.29	2.45	2.52
速动比率	1.87	2.07	2.24	2.33
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.68	0.72	0.77	0.79
应收账款周转率	5.96	7.56	9.42	9.89
应付账款周转率	3.56	3.61	3.60	3.57
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.74	0.96	1.23	1.49
每股经营现金	1.70	1.69	1.86	2.20
每股净资产	8.13	9.10	10.33	11.82
<b>估值比率</b>				
P/E	31.54	24.32	19.04	15.75
P/B	2.88	2.58	2.27	1.98
EV/EBITDA	14.79	16.22	12.51	9.63

资料来源: Wind, 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>