

中成药

康缘药业（600557.SH）

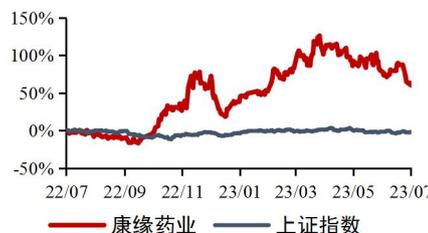
买入-A(维持)

各剂型毛利率均有增长，非注射剂增长承压

2023年7月12日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年7月12日

收盘价(元):	23.44
年内最高/最低(元):	33.71/12.08
流通A股/总股本(亿):	5.76/5.85
流通A股市值(亿):	135.11
总市值(亿):	137.03

基础数据：2023年3月31日

基本每股收益:	0.25
摊薄每股收益:	0.25
每股净资产(元):	8.68
净资产收益率:	2.86

资料来源：最闻

分析师:

魏贇

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司公布2023年半年报,上半年实现收入25.53亿元,同比增长21.74%;实现归母净利润2.76亿元,同比增长30.60%;实现扣非后归母净利润2.63亿元,同比增长29.93%。实现EPS0.47元,ROE(加权)5.64%。经营性现金流量净额4.56亿,同比上升21.84%。应收账款6.64亿元,比期初下降8.79%。

➢ 单季度看,2023Q2公司实现营业收入12.01亿元,同比增长17.88%;归母净利润1.34亿元,同比增长32.77%,实现扣非归母净利润1.23亿元,同比增长+29.47%。

事件点评

➢ **注射液快速增长,非注射剂品种销售承压。**上半年注射液实现营业收入11.59亿元(+53.93%),其中2023Q2实现营业收入5.68亿元(+60.54%),非注射剂实现收入13.80亿元(+3.73%),单Q2注射液实现收入5.68亿元(+60.0%),非注射剂实现收入6.24亿元(-5.0%)。

上半年金振销售承压,使口服液剂型产品线销售下滑2.71%。基药杏贝止咳颗粒快速增长,带动公司颗粒剂、冲剂2023H1实现收入1.91亿元(+99.56%)。根据公司股权激励目标,要求2023年非注射剂收入增速不低于23%。若全年实现该目标,下半年非注射剂品种销售需超过21亿元,下半年同比增速接近40%,非注射剂销售有一定压力。

上半年公司综合毛利率75.10%,同比提升3.21pct,各单品毛利率均有所提升,主要是智能制造的应用及规模提升带来的效益体现,随着销售规模的提升和产能利用率的提高,我们认为毛利率还有提升的可能。

➢ **研发投入持续加强。**23H1公司研发费用为3.63亿元(+31.02%),研发费用率14.24%(+1.01pp),研发投入进一步加强。公司在研管线丰富,23H1公司中药获得临床试验批准通知书1个(梔黄贴膏),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);同时有序推进散寒化湿颗粒、金振口服液等品种的循证证据研究。

销售层面抓落实,确保核心品种、发展级品种“有人做”。公司打造金振口服液、热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液三个核心大品种,为公司销售规模稳定增长打造强壮根基;布局以杏贝止咳颗粒、腰痹通胶囊、复方南星止痛膏等为代表的发展级品种,打造非注射剂品种梯队;加大培育以天舒胶囊、通塞脉片、龙血通络胶囊、大株红景天胶囊等为代表的心脑血管品种,使之成为战略储备品种,增厚销售发展基础。销售模式上公司坚持多点开花、



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



多业态并举。在销售队伍建设方面，公司推动完善主管制，建立动态择优的主管体系，扩大合格销售人员队伍。

投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.94、1.18、1.45 元，对应公司 7 月 12 日收盘价 23.44 元，PE 分别为 24.81、19.88、16.13 倍，我们认为，公司产品储备丰富，运营效率显著提升，我们看好公司未来一段时间的发展，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 风险因素包括但不限于：重点品种集采降价的风险，营销模式变革不及预期的风险，产品研发失败的风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,649	4,351	5,270	6,325	7,462
YoY(%)	20.3	19.2	21.1	20.0	18.0
净利润(百万元)	321	434	552	689	849
YoY(%)	21.9	35.5	27.1	24.8	23.2
毛利率(%)	71.9	72.1	74.6	75.0	75.5
EPS(摊薄/元)	0.55	0.74	0.94	1.18	1.45
ROE(%)	7.3	9.0	10.5	11.6	12.5
P/E(倍)	42.7	31.5	24.8	19.9	16.1
P/B(倍)	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0
净利率(%)	8.8	10.0	10.5	10.9	11.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2874	3730	4118	5727	6638
现金	937	1601	2176	3294	4292
应收票据及应收账款	732	728	677	987	926
预付账款	32	61	45	76	65
存货	338	343	295	406	407
其他流动资产	834	997	925	963	948
非流动资产	3144	3066	2911	2766	2617
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	2450	2409	2291	2208	2123
无形资产	434	398	364	324	282
其他非流动资产	256	255	252	229	208
资产总计	6018	6796	7029	8493	9255
流动负债	1453	1781	1577	2341	2239
短期借款	235	0	0	0	0
应付票据及应付账款	360	373	436	517	588
其他流动负债	859	1408	1141	1823	1652
非流动负债	92	81	85	83	84
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	92	81	85	83	84
负债合计	1545	1862	1662	2424	2323
少数股东权益	168	180	189	201	216
股本	593	585	585	585	585
资本公积	172	98	98	98	98
留存收益	3720	4136	4698	5399	6263
归属母公司股东权益	4304	4754	5178	5867	6717
负债和股东权益	6018	6796	7029	8493	9255

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	908	996	716	1136	1013
净利润	324	442	562	701	864
折旧摊销	191	193	176	182	186
财务费用	8	-9	-9	-14	-19
投资损失	-4	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	385	361	-8	270	-14
其他经营现金流	4	12	-0	0	-0
投资活动现金流	-297	-164	-27	-29	-35
筹资活动现金流	-443	-168	-115	12	19
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.74	0.94	1.18	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.55	1.70	1.23	1.94	1.73
每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.13	8.86	10.04	11.49

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3649	4351	5270	6325	7462
营业成本	1025	1214	1340	1579	1830
营业税金及附加	61	73	89	106	126
营业费用	1583	1868	2245	2695	3171
管理费用	162	190	229	275	325
研发费用	499	606	780	936	1104
财务费用	8	-9	-9	-14	-19
资产减值损失	2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	4	4	4	4
营业利润	351	455	631	782	959
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	23	12	20	20	20
利润总额	328	446	611	762	939
所得税	4	4	49	61	75
税后利润	324	442	562	701	864
少数股东损益	4	7	9	12	15
归属母公司净利润	321	434	552	689	849
EBITDA	529	631	778	930	1106

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.3	19.2	21.1	20.0	18.0
营业利润(%)	-0.1	29.6	38.7	24.0	22.6
归属于母公司净利润(%)	21.9	35.5	27.1	24.8	23.2
获利能力					
毛利率(%)	71.9	72.1	74.6	75.0	75.5
净利率(%)	8.8	10.0	10.5	10.9	11.4
ROE(%)	7.3	9.0	10.5	11.6	12.5
ROIC(%)	7.2	9.0	10.5	11.6	12.4
偿债能力					
资产负债率(%)	25.7	27.4	23.6	28.5	25.1
流动比率	2.0	2.1	2.6	2.4	3.0
速动比率	1.3	1.4	1.9	1.9	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	4.3	6.0	7.5	7.6	7.8
应付账款周转率	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3
估值比率					
P/E	42.7	31.5	24.81	19.88	16.13
P/B	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	24.7	19.3	14.9	11.3	8.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

