

康缘药业 (600557.SH) 热毒宁注射液 Q2 保持快速增长，盈利能力稳健

2023 年 07 月 13 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

蔡明子（分析师）

古意涵（分析师）

caimingzi@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790523020001

日期	2023/7/13
当前股价(元)	21.10
一年最高最低(元)	33.71/12.08
总市值(亿元)	123.35
流通市值(亿元)	121.63
总股本(亿股)	5.85
流通股本(亿股)	5.76
近 3 个月换手率(%)	111.93

● 热毒宁注射液 Q2 保持快速增长，盈利能力稳健，维持“买入”评级

7 月 12 日，公司发布 2023 年半年报：2023H1 收入 25.53 亿元 (+21.74%)，归母净利润 2.76 亿元 (+30.60%)；对应 2023Q2 收入 12.01 亿元 (+17.88%)，归母净利润 1.34 亿元 (+32.77%)。公司 Q2 热毒宁注射液保持快速增长，盈利能力稳健，我们维持 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 5.39/6.56/8.00 亿元，EPS 分别为 0.92/1.12/1.37 元/股，对应 PE 分别为 22.9/18.8/15.4 倍，维持“买入”评级。

● 热毒宁注射液常态经营下保持快速增长，2023H1 各剂型毛利率提升

拆分收入来看，注射剂 Q2 同比增长 60.54%，环比加速，表明热毒宁注射液在常态经营下已经能够保持较快增长；胶囊由于院内推广陆续恢复，收入增速从 2023Q1 的-13.78% 提升至 2023Q2 的-1.55%；口服液 Q2 收入下降 25.52%，预计与 2022Q2 金振口服液高基数，同时公司也加大培育其他口服剂型有关；颗粒剂/冲剂 Q2 增长 41.08%，主要系杏贝止咳颗粒保持快速增长所致；凝胶剂，收入增速从 2023Q1 的-40.63% 提升至 2023Q2 的+50.01%，预计与筋骨止痛凝胶随着院内推广正常恢复较快增长有关。**盈利能力来看**，随着规模效应加强，2023H1 注射剂/颗粒剂冲剂/片丸剂/凝胶毛利率分别提升 3.33/12.79/3.50/3.94 pct，同时，胶囊/口服液虽收入同比下降，但毛利率分别提升 2.36/1.65pct，预计与公司提升生产效率、加强精细管理有关。公司销售/管理/财务费率基本稳定，研发费用率提升 1.5pct 至 14.56%。2023Q2 净利率为 11.18%（同比+1.25pct，环比+0.73pct）。

● 半年报亮点：公司优化细化销售体系，紧抓基层市场进行“产品群”开发

(1) 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，增厚销售发展基础；(2) 促进销售人员业绩和人均劳效提升，推动高销售规模的人员数量稳步增加，考核指标落实到人，2023 年上半年组织开展营销各类培训 50 场次，覆盖人员 8,689 人次；(3) 紧抓重点基层终端的开发和规模提升，同时对已有两个品种次以上的基层终端进行“产品群”开发。

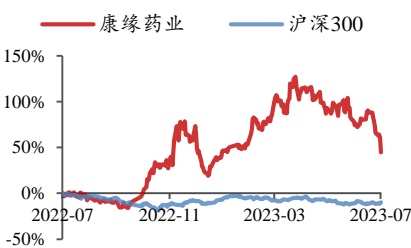
● 风险提示：市场竞争加剧导致产品推广不及预期风险；产品价格下降风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,649	4,351	5,275	6,331	7,560
YOY(%)	20.3	19.2	21.2	20.0	19.4
归母净利润(百万元)	321	434	539	656	800
YOY(%)	21.9	35.5	24.2	21.6	21.9
毛利率(%)	71.9	72.1	72.7	73.0	73.3
净利率(%)	8.9	10.2	10.4	10.5	10.8
ROE(%)	7.3	9.0	10.2	11.1	11.9
EPS(摊薄/元)	0.55	0.74	0.92	1.12	1.37
P/E(倍)	38.5	28.4	22.9	18.8	15.4
P/B(倍)	2.9	2.6	2.4	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q1 收入稳健增长，盈利能力略有提升——公司信息更新报告》-2023.4.8

《完成 2022 年股权激励考核目标，产品结构持续优化，利润快速增长——公司信息更新报告》-2023.2.22

《创新引领发展，注射焕发新机，基药驱动新增长——公司首次覆盖报告》-2022.10.19

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2874	3730	4443	5401	6742	营业收入	3649	4351	5275	6331	7560
现金	937	1601	2348	3132	4282	营业成本	1025	1214	1440	1712	2022
应收票据及应收账款	732	728	513	753	621	营业税金及附加	61	73	88	105	125
其他应收款	12	10	19	14	26	营业费用	1583	1868	2268	2691	3213
预付账款	32	61	57	81	85	管理费用	162	190	227	269	318
存货	338	343	552	457	767	研发费用	499	606	712	855	1021
其他流动资产	822	987	955	963	962	财务费用	8	-9	-0	0	0
非流动资产	3144	3066	3107	3105	3055	资产减值损失	1	1	-1	-1	-1
长期投资	4	4	4	4	4	其他收益	34	42	39	38	40
固定资产	2450	2409	2482	2519	2511	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	434	398	364	319	277	投资净收益	4	4	4	4	4
其他非流动资产	256	255	257	263	263	资产处置收益	1	1	1	1	1
资产总计	6018	6796	7551	8506	9798	营业利润	351	455	586	744	907
流动负债	1453	1781	2116	2404	2882	营业外收入	1	3	2	2	2
短期借款	235	0	0	0	0	营业外支出	23	12	10	5	5
应付票据及应付账款	360	373	593	621	874	利润总额	328	446	578	741	904
其他流动负债	859	1408	1523	1783	2008	所得税	4	4	29	74	90
非流动负债	92	81	81	81	81	净利润	324	442	549	667	813
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	7	9	11	14
其他非流动负债	92	81	81	81	81	归属母公司净利润	321	434	539	656	800
负债合计	1545	1862	2197	2485	2963	EBITDA	505	591	689	841	984
少数股东权益	168	180	189	200	214	EPS(元)	0.55	0.74	0.92	1.12	1.37
股本	593	585	585	585	585						
资本公积	172	98	98	98	98	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	3720	4136	4685	5352	6165	成长能力					
归属母公司股东权益	4304	4754	5165	5821	6621	营业收入(%)	20.3	19.2	21.2	20.0	19.4
负债和股东权益	6018	6796	7551	8506	9798	营业利润(%)	-0.1	29.6	28.7	27.1	21.9
						归属于母公司净利润(%)	21.9	35.5	24.2	21.6	21.9
						获利能力					
						毛利率(%)	71.9	72.1	72.7	73.0	73.3
						净利率(%)	8.9	10.2	10.4	10.5	10.8
						ROE(%)	7.3	9.0	10.2	11.1	11.9
						ROIC(%)	6.7	8.2	9.4	10.1	10.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	25.7	27.4	29.1	29.2	30.2
						净负债比率(%)	-13.6	-30.8	-42.3	-50.7	-61.5
						流动比率	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3
						速动比率	1.7	1.8	1.8	2.0	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	4.3	6.0	8.5	10.0	11.0
						应付账款周转率	3.6	3.6	3.5	3.4	3.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.55	0.74	0.92	1.12	1.37
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.55	1.70	1.85	1.64	2.20
						每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.13	8.84	9.96	11.32
						估值比率					
						P/E	38.5	28.4	22.9	18.8	15.4
						P/B	2.9	2.6	2.4	2.1	1.9
						EV/EBITDA	23.2	18.3	14.6	11.1	8.3

现金流量表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	908	996	1080	957	1284
净利润	324	442	549	667	813
折旧摊销	191	193	169	180	190
财务费用	8	-9	-0	0	0
投资损失	-4	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	385	361	368	115	286
其他经营现金流	4	12	-1	-1	-1
投资活动现金流	-297	-164	-205	-172	-135
资本支出	172	211	211	178	140
长期投资	-158	21	-0	-0	-0
其他投资现金流	33	26	6	6	6
筹资活动现金流	-443	-168	-129	-0	-0
短期借款	-254	-235	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-8	0	0	0
资本公积增加	-3	-74	0	0	0
其他筹资现金流	-187	148	-129	-0	-0
现金净增加额	169	664	746	785	1149

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn