

康缘药业 (600557)

公司研究/点评报告

符合预期，研发能力变现进入新景气周期

—康缘药业 2019 年三季度跟踪点评

点评报告/医药

2019 年 10 月 28 日

一、事件概述

2019.10.26, 公司发布 2019 年三季度报, 营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长 22.2%、21.3%、22.2%, 经营活动产生的现金流净额 7.63 亿元, 同比增长 68.7%; 2019Q3 单季分析, 营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长 21.3%、22.8%、9.7%。

二、分析与判断

➤ 营销改革成效进一步体现，公司产品结构调整到了质变窗口期

银杏二萜、金振加速增长，带动收入端同比增速开始呈现加速的趋势。根据公司对经营数据的披露情况，我们发现收入端整体相对 2018 年呈现加速增长的趋势（2018 年收入同比增速 16.8%），而这种加速的趋势，除了胶囊剂（妇科为主）产品低基数原因外，主要是注射剂、口服液品类收入同比加速的趋势比较明显，从品种的角度，我们估计主要是银杏二萜内酯葡胺注射液、金振口服液等重磅品种的推广逐步进入加速放量的阶段，针对注射剂的分析，同时考虑热毒宁作为一个偏老化的品种及政策环境考虑，我们估计银杏二萜保持了 100% 左右收入同比增速。

我们看好从 2020 年开始，公司盈利能力提升趋势。从盈利能力分析，我们发现前三季度整体毛利率提升 3.7 个百分点，改善明显，从经营数据的披露看，我们发现收入占比较高的注射液（54%）、口服液（12%）的毛利率分别提升 4.26、3.58 个百分点，其他品类的毛利率也随着公司规模性效应影响，毛利率均有不同程度的提高；从费用率看，前三季度销售费用率同比提升 2.6 个百分点，管理费用率基本持平，研发费用率提升 2.2 个百分点至 11.8%，同时考虑公司销售费用率和研发费用率合计收入占比接近 61%，是影响公司盈利能力的重要成本项，这也是 Q3 利润同比增速略低的原因，我们认为 2019 年前三季度体现了公司增量品种（金振、银杏及基层市场的口服品种）在加大推广力度、研发的持续投入也为公司中长期的品种竞争力提供支撑，而且前三季度的毛利率变化，让我们看到这种增量品种在过去几年的推广下规模性逐步体现，盈利能力有望逐步提升的趋势，我们看好公司 2020 年开始盈利能力提升的趋势。

➤ 增量品种快速推广期，经营性现金流分析显示较高的增长质量

2019 年前三季度公司经营性现金流 4.63 亿元，同比增长 57.9%，显示了较高的增长质量，特别是公司增量品种加速推广期，这种现金流的表现让我们看到公司对于应收账款、存货等较高的控制质量。

➤ 研发能力变现是公司增长新周期的表现

研发方面，公司前三季度研发费用 2.65 亿元，同比增长 49.3%，主要是在化药创新药临床及上市品种循证医学再评价和基础研究比如银杏二萜内酯葡胺注射液等 5 个品种临床试验，同时积极推进桂枝茯苓胶囊美国临床试验和腰痹通胶囊等品种的欧盟注册基础研究工作。我们认为，在热毒宁之后的营销改革，其实体现了公司研发能力的变现，这才是公司核心竞争力所在，只不过在新的时期通过新的品种作为载体来体现公司该核心竞争力，而金振口服液、银杏等品种的快速销售放量，是验证这个周期的重要指标，我们也将持续跟踪这个变化。

推荐

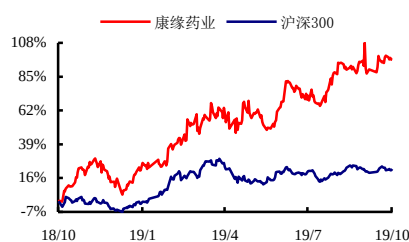
首次评级

当前价格： 17.37 元

交易数据 2019-10-25

近 12 个月最高/最低(元)	18.4/8.88
总股本 (百万股)	593
流通股本 (百万股)	575
流通股比例 (%)	96.98
总市值 (亿元)	103
流通市值 (亿元)	100

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

相关研究

三、投资建议

考虑金振口服液、银杏等品种的放量节奏,我们预计2019-2021年EPS0.84、1.06、1.29元,按照最新收盘价计算,目前股价对应2019年估值21倍PE(2020年16倍PE),相对未来三年的成长性,PEG小于1,参考可比公司估值情况,首次覆盖,给予“推荐”评级。

四、风险提示:

关于中药使用的政策风险;产品价格大幅波动的风险;营销调整中带来的销售波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,824	4,461	5,031	5,779
增长率(%)	16.8	16.7	12.8	14.9
归属母公司股东净利润(百万元)	431	517	655	794
增长率(%)	15.4	19.9	26.6	21.2
每股收益(元)	0.73	0.84	1.06	1.29
PE(现价)	23.8	20.7	16.3	13.5
PB	2.8	2.5	2.2	1.9

资料来源:公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,824	4,461	5,031	5,779
营业成本	905	950	1,044	1,160
营业税金及附加	74	86	97	112
销售费用	1,888	2,252	2,566	2,953
管理费用	150	161	181	208
研发费用	293	402	402	462
EBIT	514	611	741	884
财务费用	44	17	4	(12)
资产减值损失	(4)	19	3	3
投资收益	3	3	3	3
营业利润	501	600	759	919
营业外收支	(5)	0	0	0
利润总额	496	596	755	915
所得税	58	70	89	108
净利润	438	526	666	807
归属于母公司净利润	431	517	655	794
EBITDA	675	770	899	1,042
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	372	1004	1558	2262
应收账款及票据	2129	2275	2566	2947
预付款项	47	50	55	61
存货	249	226	296	284
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	2834	3602	4521	5614
长期股权投资	4	7	10	12
固定资产	1898	1943	1988	2033
无形资产	324	284	247	214
非流动资产合计	2769	2737	2707	2677
资产合计	5603	6339	7228	8291
短期借款	635	725	815	905
应付账款及票据	211	221	243	270
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1613	1824	2046	2302
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	96	96	96	96
非流动负债合计	97	97	97	97
负债合计	1711	1921	2144	2400
股本	616	616	616	616
少数股东权益	124	133	143	156
股东权益合计	3892	4418	5084	5891
负债和股东权益合计	5603	6339	7228	8291

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	16.8	16.7	12.8	14.9
EBIT 增长率	8.0	18.7	21.3	19.4
净利润增长率	15.4	19.9	26.6	21.2
盈利能力				
毛利率	76.3	78.7	79.3	79.9
净利润率	11.3	11.6	13.0	13.7
总资产收益率 ROA	7.7	8.2	9.1	9.6
净资产收益率 ROE	11.4	12.1	13.3	13.8
偿债能力				
流动比率	1.8	2.0	2.2	2.4
速动比率	1.6	1.9	2.1	2.3
现金比率	0.2	0.6	0.8	1.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	108.4	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	90.1	90.0	90.0	90.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.8	1.1	1.3
每股净资产	6.1	7.0	8.0	9.3
每股经营现金流	1.0	1.1	1.0	1.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	23.8	20.7	16.3	13.5
PB	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	10.9	8.6	7.3	5.9
股息收益率	0.5	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	438	526	666	807
折旧和摊销	157	179	162	161
营运资金变动	(3)	(35)	(236)	(226)
经营活动现金流	636	698	625	778
资本开支	315	129	130	130
投资	(25)	0	0	0
投资活动现金流	(328)	(129)	(130)	(130)
股权募资	10	0	0	0
债务募资	(45)	0	0	0
筹资活动现金流	(232)	63	59	56
现金净流量	76	632	554	704

分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。