

经营受疫情影响明显，下半年有望逐步恢复

投资要点

- **业绩总结：**受新冠疫情影响，公司2020H1实现营业收入15.5亿元，同比下降31.6%；实现归母净利润1.4亿元，同比下降40.5%；扣非归母净利润1.7亿元，同比下降26.4%。
- **疫情短期影响较大，核心品种收入下滑明显。**2020Q2实现收入与归母净利润分别为7.3亿、6409万元，同比增速为-38.5%、-52.2%。公司收入与业绩下降主要系新冠疫情影响，公司抗感染系列核心品种如热毒宁注射液、金振口服液等药品销售收入下降幅度较大；银杏二萜内酯经第二次医保降价谈判后再次纳入国家医保目录，降价对该品种销售和今年上半年营业收入产生了一定的负面影响。2020H1，同受疫情影响，公司期间整体费用率为57.9，低于去年同期7.6个百分点；其中销售费用率为40%，低于去年9.1个百分点；管理费用率为4.5%，高于去年0.9个百分点；研发费用1.9亿元，同比下降27.6%。
- **以中药为核心，持续研发投入，积极布局化药与生物创新药领域。**2020H1研发投入虽然同比下降27.6%，但研发费用占营业收入比例仍超10%，达到12.5%，高于去年同期0.8个百分点，依然是国内主流药企的水平。在研发领域，公司以中药研发为主，同时加大化药与生物创新药研发投入。中药领域，公司积极推动中药国际化，桂枝茯苓胶囊已完成美国IIb期临床试验，准备启动III期临床研究，力争使桂枝茯苓胶囊获得美国FDA认证；化药领域，公司已累计申报1类化药7个，涉及抗肿瘤、老年痴呆、精神分裂等重大适应症，其中4个品种已处于临床阶段。2020H1，公司泽泻降脂胶囊、热毒宁颗粒等获批开展临床试验。此外，公司持续围绕已上市中药大品种，开展循证医学临床再评价研究和基础研究，完成金振口服液等多个品种的物质基础及作用机制研究，稳步推进银杏二萜内酯葡胺注射液等5个品种临床试验。
- **盈利预测与评级。**受疫情影响，预计2020-2022年EPS分别为0.67元、0.82元、1.03元（原预测为1.03元、1.27元、1.48元），对应PE分别为20、16、13倍。疫情短期对公司经营造成明显影响，待疫情逐步解除，公司核心品种将逐步恢复正常销售；受益于新进医保，银杏二萜内酯、金振口服液等品种快速放量；积极布局化学与生物创新药，多个品种以进入临床阶段。维持“持有”评级。
- **风险提示：**热毒宁销售持续受临床限制而下滑、药品研发进度不达预期等风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4565.80	3746.55	4465.50	5608.36
增长率	19.40%	-17.94%	19.19%	25.59%
归属母公司净利润（百万元）	506.99	394.51	488.94	612.50
增长率	22.45%	-22.19%	23.93%	25.27%
每股收益EPS（元）	0.86	0.67	0.82	1.03
净资产收益率ROE	12.64%	9.00%	10.11%	11.34%
PE	16	20	16	13
PB	1.95	1.80	1.64	1.47

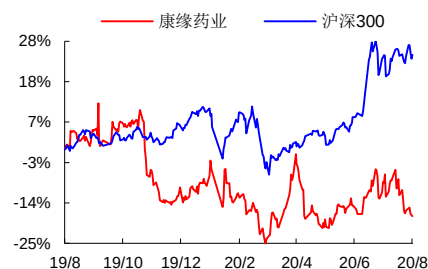
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
 执业证号：S1250520030002
 电话：021-68416017
 邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈进
 执业证号：S1250517100002
 电话：021-68416017
 邮箱：cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.93
流通A股(亿股)	5.93
52周内股价区间(元)	12.37-18.4
总市值(亿元)	79.80
总资产(亿元)	60.59
每股净资产(元)	6.80

相关研究

1. 康缘药业（600557）：业绩符合预期，持续增加研发投入力度（2020-04-15）

核心产品关键假设：

假设 1：受疫情影响，预计 2020-2022 年注射剂销量增速分别为-30%、20%、25%，毛利率维持 82%；

假设 2：受疫情影响，预计 2020-2022 年胶囊销量增速分别为 0%、20%、25%，毛利率维持 72%；

假设 3：受疫情影响，预计 2020-2022 年口服液销量增速分别为-20%、20%、30%，毛利率维持 80%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计：营业收入	4,565.80	3,746.55	4,465.50	5,608.37
yoy	19.40%	-17.94%	19.19%	25.59%
毛利率	78.12%	77.43%	77.46%	77.47%
注射剂				
收入	2,346.38	1,642.47	1,970.96	2,463.70
yoy	17.83%	-30.00%	20.00%	25.00%
毛利率	81.59%	82.00%	82.00%	82.00%
胶囊				
收入	1,005.07	1,005.07	1,206.08	1,507.61
yoy	23.47%	0.00%	20.00%	25.00%
毛利率	72.76%	72.00%	72.00%	72.00%
口服液				
收入	609.50	487.60	585.12	760.66
yoy	25.08%	-20.00%	20.00%	30.00%
毛利率	79.67%	80.00%	80.00%	80.00%
其他				
收入	604.85	611.42	703.34	876.41
yoy	13.85%	1.09%	15.03%	24.61%
毛利率	72%	72%	72%	72%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4565.80	3746.55	4465.50	5608.36	净利润	516.51	398.51	492.94	616.50
营业成本	998.91	845.78	1006.47	1263.81	折旧与摊销	167.38	304.00	322.94	331.29
营业税金及附加	74.73	67.66	79.07	98.71	财务费用	38.51	19.37	-6.73	-9.76
销售费用	2275.34	1854.54	2210.42	2776.14	资产减值损失	-6.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	184.63	513.28	625.17	790.78	经营营运资本变动	225.88	1002.96	-19.01	-52.53
财务费用	38.51	19.37	-6.73	-9.76	其他	-15.73	-5.33	-1.47	-1.71
资产减值损失	-6.83	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	925.73	1719.52	788.66	883.80
投资收益	3.33	2.00	2.00	2.00	资本支出	-413.75	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-29.27	2.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-443.02	-38.00	-38.00	-38.00
营业利润	578.92	447.91	553.11	690.68	短期借款	50.00	-685.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.56	-4.00	-4.01	-3.94	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	575.35	443.91	549.09	686.74	股权融资	-377.75	0.00	0.00	0.00
所得税	58.84	45.40	56.16	70.23	支付股利	-47.43	-58.08	-45.19	-56.01
净利润	516.51	398.51	492.94	616.50	其他	-76.45	-19.37	6.73	9.76
少数股东损益	9.52	4.00	4.00	4.00	筹资活动现金流净额	-451.63	-762.45	-38.46	-46.25
归属母公司股东净利润	506.99	394.51	488.94	612.50	现金流量净额	31.08	919.07	712.20	799.55
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	408.24	1327.31	2039.51	2839.06	成长能力				
应收和预付款项	1096.64	1087.95	1251.55	1554.56	销售收入增长率	19.40%	-17.94%	19.19%	25.59%
存货	274.53	234.36	279.48	352.28	营业利润增长率	15.64%	-22.63%	23.49%	24.87%
其他流动资产	1125.89	8.27	9.70	11.98	净利润增长率	18.03%	-22.85%	23.69%	25.07%
长期股权投资	4.00	4.00	4.00	4.00	EBITDA 增长率	11.27%	-1.72%	12.71%	16.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2398.68	2146.63	1875.62	1596.28	毛利率	78.12%	77.43%	77.46%	77.47%
无形资产和开发支出	502.22	491.14	480.06	468.98	三费率	54.72%	63.72%	63.35%	63.43%
其他非流动资产	300.60	299.74	298.89	298.03	净利率	11.31%	10.64%	11.04%	10.99%
资产总计	6110.82	5599.40	6238.80	7125.16	ROE	12.64%	9.00%	10.11%	11.34%
短期借款	685.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.45%	7.12%	7.90%	8.65%
应付和预收款项	356.97	326.00	375.07	472.58	ROIC	12.57%	10.89%	15.91%	20.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.19%	20.59%	19.47%	18.05%
其他负债	981.42	845.54	988.12	1216.48	营运能力				
负债合计	2023.39	1171.54	1363.19	1689.05	总资产周转率	0.78	0.64	0.75	0.84
股本	592.88	592.88	592.88	592.88	固定资产周转率	2.32	1.84	2.30	3.28
资本公积	174.57	174.57	174.57	174.57	应收账款周转率	4.05	3.58	4.00	4.19
留存收益	3168.78	3505.21	3948.96	4505.45	存货周转率	3.73	3.23	3.83	3.92
归属母公司股东权益	3936.22	4272.66	4716.40	5272.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.15%	—	—	—
少数股东权益	151.21	155.21	159.21	163.21	资本结构				
股东权益合计	4087.43	4427.87	4875.61	5436.11	资产负债率	33.11%	20.92%	21.85%	23.71%
负债和股东权益合计	6110.82	5599.40	6238.80	7125.16	带息债务/总负债	33.85%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.51	2.47	2.82	2.98
					速动比率	1.36	2.25	2.60	2.76
					股利支付率	9.36%	14.72%	9.24%	9.14%
					每股指标				
					每股收益	0.86	0.67	0.82	1.03
					每股净资产	6.89	7.47	8.22	9.17
					每股经营现金	1.56	2.90	1.33	1.49
					每股股利	0.08	0.10	0.08	0.09
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	784.81	771.28	869.32	1012.21					
PE	15.74	20.23	16.32	13.03					
PB	1.95	1.80	1.64	1.47					
PS	1.75	2.13	1.79	1.42					
EV/EBITDA	10.15	8.25	6.50	4.79					
股息率	0.59%	0.73%	0.57%	0.70%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn