开源证券

悦康药业（688658.SH） 2021 年实现稳健增长，2022 年产品结构持续调整

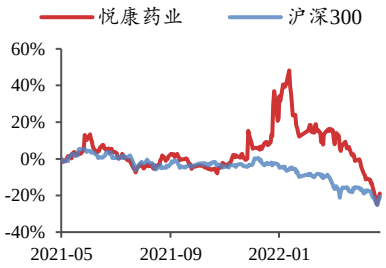
2022 年 05 月 04 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/29
当前股价(元)	17.57
一年最高最低(元)	33.37/15.75
总市值(亿元)	79.07
流通市值(亿元)	35.91
总股本(亿股)	4.50
流通股本(亿股)	2.04
近 3 个月换手率(%)	92.51

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-产品结构不断调整，盈利能力持续改善》-2022.2.16

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

余汝意（联系人）
yuruyi@kysec.cn
证书编号：S0790121070029

● 2021 年实现稳健增长，产品结构调整持续推进

4 月 28 日，悦康药业发布 2021 年年度报告。2021 年公司营收 49.66 亿元，同比增长 14.45%；归母净利润 5.45 亿元，同比增长 23.34%；扣非归母净利润 5.10 亿元，同比增长 30.17%，公司经营业绩持续健康增长。前五大产品中，银杏叶提取物注射液实现销量 14998.49 万支，同比增长 44.32%；注射用头孢呋辛钠（自产）实现销量 12538.95 万支，同比增长 34.09%，注射用头孢呋辛钠（明可欣）实现销量 2957.57 万支，同比下滑 33.28%。高毛利的银杏叶提取物注射液快速放量，低毛利代理产品逐渐下滑，公司产品结构逐步调整，盈利能力持续改善，毛利率由 2017 年的 43.03%提升到 2021 的 69.24%。随着产品结构的持续调整，公司盈利能力将持续改善。近年来，公司加大研发投入，蓄能长期发展，相应研发费用有所增加，我们下调 2022-2023 年并新增 2024 年的盈利预测，原预计 2022-2023 公司归母净利润分别为 7.3/9.6 亿元，EPS 为 1.62/2.13 元，调整为 2022-2024 年归母净利润为 7.1/9.27/12.08 亿元，EPS 为 1.58/2.06/2.69 元，当前股价对应 PE 分别为 11.1/8.5/6.5 倍，估值性价比明显，维持“买入”评级。

● 在研管线稳步推进，2022Q1 产品结构持续调整，收入端增长缓慢

公司依托自有创新药平台，储备较多处于各个开发阶段的在研项目，其中包含中药创新药注射用羟基红花黄色素 A；化药创新药硫酸氢乌莫司他胶囊；同时，公司搭建核酸技术平台，布局核酸药物梯队，CT102 项目进展最快，目前处于临床一期阶段。

4 月 28 日，公司发 2022 年第一季度报告，2022Q1 营收 9.01 亿元（+2.48%）；归母净利润 6347 万元（-9.58%）。2022Q1 确认股份支付费用 2,455 万元，导致营业成本、期间费用以及利润变化较大，剔除股份支付影响后，公司报告期内实现净利润 8501 万元，同比增长 20.96%。我们预计，营收端增长缓慢的主要原因是公司代理的低毛利产品持续下滑，产品结构持续调整。

● 风险提示：银杏叶提取物注射液降价风险、新产品销售不及预期、研发进度不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,339	4,966	5,859	6,965	8,250
YOY(%)	1.2	14.4	18.0	18.9	18.5
归母净利润(百万元)	442	545	710	927	1,208
YOY(%)	54.9	23.3	30.1	30.7	30.3
毛利率(%)	66.0	69.2	74.5	77.4	79.0
净利率(%)	10.2	11.0	12.1	13.3	14.6
ROE(%)	12.4	13.8	16.4	18.1	19.6
EPS(摊薄/元)	0.98	1.21	1.58	2.06	2.69
P/E(倍)	17.9	14.5	11.1	8.5	6.5
P/B(倍)	2.2	2.0	1.8	1.5	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3892	4066	4122	5013	5859
现金	2535	2436	2520	2973	3727
应收票据及应收账款	614	866	881	1196	1264
其他应收款	6	9	9	13	13
预付账款	15	30	23	40	34
存货	627	632	597	699	729
其他流动资产	95	92	92	92	92
非流动资产	1565	1661	1874	2072	2288
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1206	1199	1366	1546	1739
无形资产	217	277	318	333	351
其他非流动资产	142	185	191	193	198
资产总计	5457	5727	5996	7085	8147
流动负债	1779	1682	1543	1829	1840
短期借款	160	9	9	9	9
应付票据及应付账款	781	800	744	884	909
其他流动负债	838	873	790	936	922
非流动负债	92	117	120	120	120
长期借款	0	0	2	2	2
其他非流动负债	92	117	117	117	117
负债合计	1871	1800	1663	1949	1960
少数股东权益	5	3	6	8	10
股本	450	450	450	450	450
资本公积	2645	2645	2645	2645	2645
留存收益	486	829	1359	1993	2721
归属母公司股东权益	3581	3924	4327	5128	6177
负债和股东权益	5457	5727	5996	7085	8147

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4339	4966	5859	6965	8250
营业成本	1475	1527	1492	1573	1733
营业税金及附加	51	64	72	87	103
营业费用	2016	2327	2783	3274	3713
管理费用	173	232	410	439	495
研发费用	128	200	234	293	289
财务费用	40	-33	49	225	527
资产减值损失	-22	-41	0	0	0
其他收益	51	45	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	4	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	492	637	818	1076	1391
营业外收入	7	2	0	0	0
营业外支出	4	9	9	9	9
利润总额	495	629	809	1067	1382
所得税	52	86	97	136	171
净利润	444	544	712	930	1210
少数股东损益	1	-2	2	3	2
归母净利润	442	545	710	927	1208
EBITDA	563	695	878	1158	1490
EPS(元)	0.98	1.21	1.58	2.06	2.69

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	698	515	797	1176	1864
净利润	444	544	712	930	1210
折旧摊销	134	138	143	174	208
财务费用	40	-33	49	225	527
投资损失	0	-4	0	0	0
营运资金变动	70	-233	-107	-152	-81
其他经营现金流	10	103	0	0	0
投资活动现金流	-191	-201	-356	-371	-424
资本支出	127	200	214	198	216
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-64	-0	-143	-174	-208
筹资活动现金流	1636	-408	-357	-352	-686
短期借款	-277	-151	0	0	0
长期借款	0	0	2	-0	-0
普通股增加	90	0	0	0	0
资本公积增加	1928	0	0	0	0
其他筹资现金流	-105	-257	-359	-352	-686
现金净增加额	2142	-95	84	453	754

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	1.2	14.4	18.0	18.9	18.5
营业利润(%)	50.0	29.4	28.5	31.5	29.3
归属于母公司净利润(%)	54.9	23.3	30.1	30.7	30.3
获利能力					
毛利率(%)	66.0	69.2	74.5	77.4	79.0
净利率(%)	10.2	11.0	12.1	13.3	14.6
ROE(%)	12.4	13.8	16.4	18.1	19.6
ROIC(%)	9.9	11.9	14.5	16.3	17.8
偿债能力					
资产负债率(%)	34.3	31.4	27.7	27.5	24.1
净负债比率(%)	-62.5	-58.7	-55.2	-55.4	-58.1
流动比率	2.2	2.4	2.7	2.7	3.2
速动比率	1.8	2.0	2.2	2.3	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	6.1	6.7	6.7	6.7	6.7
应付账款周转率	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.21	1.58	2.06	2.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.55	1.14	1.77	2.61	4.14
每股净资产(最新摊薄)	7.96	8.72	9.62	11.39	13.73
估值比率					
P/E	17.9	14.5	11.1	8.5	6.5
P/B	2.2	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.1	8.1	6.3	4.4	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

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R4（中高风险），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	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	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，属于机密材料，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16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