

康缘药业(600557)

报告日期: 2022年08月01日

## 疫情影响可控, 核心品种高增

### ——康缘药业 2022H1 中报点评

#### 报告导读

公司销售改革有效落地, 经营效率持续新高, 品种销售兑现方面, 注射剂和口服液药品种收入实现较高增速。

#### 投资要点

##### □ 业绩表现: Q2 疫情影响可控, 扣非净利润同比增速符合预期

公司 2022H1 营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 20.97、2.11 和 2.02 亿元, 分别同比增长 18.54%、32.35%和 24.21%; Q2 单季度公司营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 10.19、1.01、0.95 亿元, 分别同比增长 12.26%、33.92%和 14.27%, Q2 扣非归母净利润同比增速符合我们预期。

##### □ 战略分析: 渠道改革有效落地, 助力销售放量

我们认为公司营销改革实现有效落地, 2022H1 医院主管已基本全面上岗, 医院主管制下公司渠道管理扁平化、每家医院的指标考核得到明确, 可以保证口服和注射剂销售得到区分, 公司核心药品热毒宁和金振口服液在此模式下都保持较高增速; 长期来看, 销售改革可以提升销售效率, 降低销售费用率水平。

##### □ 成长性分析: 注射类药品恢复性增长, 口服条线增速最高

分产品线来看:

(1) 注射剂产品: 2022H1 营业收入为 7.53 亿元 (占比 36.2%, YOY20.24%), 注射剂药品主要为热毒宁注射液和银杏二萜内酯葡胺注射液。

**热毒宁:** 我们测算该品种 2022H1 营业收入在 3.5-4 亿元区间 (YOY>200%), 高销售增速原因为 2021H1 热毒宁销售基数较低, 同时受益于公司对注射剂做了专门的销售团队区分, 成功消化部分疫情影响; 我们预计 2022H2 药品将继续受益于公司的营销改革、以及广东省联盟集采以量换价等影响;

**银杏二萜内酯:** 我们测算该品种 2022H1 营业收入在 3.5-4 亿元区间 (YOY<-20%), 疫情影响非自营的代理团队在院端渠道销售, 导致品种销量出现同比下滑, 我们预计随着院端销售恢复正常, 公司将加大学术营销等活动, 2022H2 有望保持 30%以上的销售增速;

(2) 口服液产品: 2022H1 营业收入为 4.35 亿元 (占比 20.9%, YOY48.36%)。

**金振口服液:** 我们测算该品种 2022H1 营业收入约为 4 亿元 (YOY>50%), 随着药品中标省份覆盖率增加, 同时在基药和儿童用药政策鼓励的带动下, 我们预计 2022-2024 年该品种收入 CAGR 有望在 35-40%;

(3) 其他二线品类: 除了三大核心单品外, 公司药品种类繁多, 颗粒剂中的杏贝止咳颗粒 (2022H1 收入 YOY>70%)、片剂中的参乌益肾片 (2022H1 收入 YOY>100%)、胶囊中的龙血通络胶囊 (2022H1 收入 YOY>35%) 为收入增速较快的二线品种; 公司已上市产品包括 43 个独家中药, 23 个独家医保和 6 大独家基药品种, 看好销售渠道改革后的快速放量。

##### □ 盈利能力: 销售规模效应体现, 看好毛利率持续上升

公司 2022H1 毛利率、归母净利率分别同比增长 0.64pct、1.02pct; 单季度来看, 2022Q2 公司毛利率和归母净利率分别同比增长 0.9pct、1.53pct, 原因是公司产品结构中毛利率水平较高的口服液品种占比上升, 且整体销售规模提升帮助公司营业成本实现规模效应, 同时财务费用率下降明显, 进而带动公司盈利能力上升。我们预计随着公司销售收入逐步增加, 2022-2024 年公司毛利率水平仍有继续上升空间。

##### □ 经营质量分析: 经营性现金流远超净利润, 经营效率同比提升

从现金流质量来看, 2022H1 公司经营活动现金流净额为 3.75 亿元, 远高于净利润水平; 从经营效率来看, 2022H1 公司存货周转率为 2.81, 同比上升 0.95, 体现公司在营销改革推动下加速下游回款、提升销售效率。

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 13.91
总市值(百万元)	8,018.13
总股本(百万股)	576.43

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《康缘药业深度报告: 经营拐点期, 销售新助力 220623》  
2022.06.23

**□ 盈利预测与估值**

我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 44.49/55.29/68.35 亿元，同比增长 21.94%/24.29%/23.62%；归母净利润分别为 4.01/5.09/6.41 亿元，同比增长 25.12%/26.86%/26.01%；对应当前 PE 分别为 20.56x/16.21x/12.86x，估值性价比高，维持“增持”评级。

**□ 风险提示**

核心药品价格大幅变动；新药研发节奏不及预期；营销改革进度不及预期。

**财务摘要**

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	3649	4449	5529	6835
(+/-) (%)	20.34%	21.94%	24.29%	23.62%
归母净利润	321	401	509	641
(+/-) (%)	23.51%	25.12%	26.86%	26.01%
每股收益(元)	0.54	0.68	0.86	1.08
P/E	25.73	20.56	16.21	12.86

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2874	3712	4725	5858
现金	937	1926	2651	3451
交易性金融资产	176	60	80	106
应收账款	732	668	831	1028
其它应收款	12	13	17	21
预付账款	32	52	71	76
存货	338	345	428	530
其他	646	646	646	646
<b>非流动资产</b>	3144	3182	3124	2987
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4
固定资产	2450	2491	2530	2455
无形资产	283	236	186	124
在建工程	83	66	53	42
其他	324	385	351	361
<b>资产总计</b>	6018	6894	7849	8845
<b>流动负债</b>	1453	1741	2181	2529
短期借款	235	235	235	235
应付款项	360	384	519	636
预收账款	0	13	5	9
其他	859	1110	1423	1650
<b>非流动负债</b>	92	94	94	94
长期借款	0	0	0	0
其他	92	94	94	94
<b>负债合计</b>	1545	1835	2276	2623
少数股东权益	168	173	179	187
归属母公司股东权益	4304	4885	5394	6035
<b>负债和股东权益</b>	6018	6894	7849	8845

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	908	841	906	858
净利润	324	406	515	649
折旧摊销	191	195	207	217
财务费用	8	(9)	(22)	(33)
投资损失	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	320	334	255	143
其它	69	(80)	(45)	(113)
<b>投资活动现金流</b>	(297)	(41)	(203)	(92)
资本支出	24	(184)	(197)	(96)
长期投资	(0)	0	(0)	(0)
其他	(321)	143	(7)	4
<b>筹资活动现金流</b>	(443)	189	22	33
短期借款	(254)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(189)	189	22	33
<b>现金净增加额</b>	169	989	724	800

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3649	4449	5529	6835
营业成本	1025	1256	1559	1928
营业税金及附加	61	71	88	111
营业费用	1583	1913	2378	2939
管理费用	162	201	259	311
研发费用	499	601	746	923
财务费用	8	(9)	(22)	(33)
资产减值损失	(2)	(1)	(0)	(2)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	4	4	4	4
其他经营收益	35	34	37	35
<b>营业利润</b>	351	455	563	699
营业外收支	(23)	(23)	(23)	(23)
<b>利润总额</b>	328	432	541	676
所得税	4	26	26	27
<b>净利润</b>	324	406	515	649
少数股东损益	4	5	6	8
<b>归属母公司净利润</b>	321	401	509	641
EBITDA	517	617	725	859
EPS (最新摊薄)	0.54	0.68	0.86	1.08

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	20.34%	21.94%	24.29%	23.62%
营业利润	0.85%	29.62%	23.83%	24.02%
归属母公司净利润	23.51%	25.12%	26.86%	26.01%
<b>获利能力</b>				
毛利率	71.91%	71.77%	71.80%	71.79%
净利率	8.89%	9.12%	9.31%	9.49%
ROE	7.29%	8.42%	9.57%	10.87%
ROIC	7.09%	7.74%	8.76%	9.82%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.68%	26.62%	28.99%	29.65%
净负债比率	15.18%	12.78%	10.31%	8.94%
流动比率	1.98	2.13	2.17	2.32
速动比率	1.75	1.93	1.97	2.11
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.69	0.75	0.82
应收账款周转率	4.32	6.36	7.39	7.37
应付账款周转率	3.64	3.76	3.87	3.75
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.54	0.68	0.86	1.08
每股经营现金	1.53	1.42	1.53	1.45
每股净资产	7.26	8.24	9.10	10.18
<b>估值比率</b>				
P/E	25.73	20.56	16.21	12.86
P/B	1.92	1.69	1.53	1.37
EV/EBITDA	12.67	10.81	8.18	5.95

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>