

中成药

康缘药业（600557.SH）

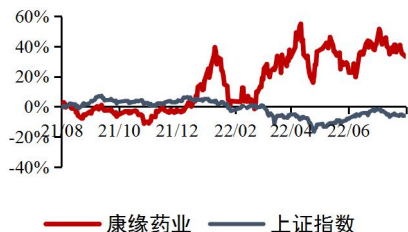
买入-A(首次)

重点品种销售增速加快，主管制营销模式见成效

2022年8月2日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022年8月1日

收盘价（元）：	13.91
年内最高/最低（元）：	17.50/9.22
流通A股/总股本（亿）：	5.76/5.76
流通A股市值（亿）：	80.18
总市值（亿）：	80.18

基础数据：2022年6月30日

基本每股收益：	0.37
摊薄每股收益：	0.37
每股净资产（元）：	8.13
净资产收益率：	4.51

事件描述

➢ 公司发布2022年中报，2022H1实现营业收入20.97亿元，同比增长18.54%，归母净利润2.11亿元，同比增长32.35%。扣非归母净利润2.02亿元，同比增长24.21%。实现EPS0.37元。实现经营性现金净流量37,455.19万元，同比下降9.59%。

事件点评

➢ **金振、杏贝增长较快。**上半年受金振口服液销售增长的带动，口服液的营业收入同比增长48.36%，营业成本同比增长27.16%，毛利率79.45%，同比增长3.43个百分点。杏贝止咳颗粒的增长，带动颗粒剂、冲剂的营业收入同比增长45.63%，营业成本同比增长26.08%，毛利率同比去年中期增长5.25个百分点，比去年年报增长1.03个百分点。分剂型看，注射剂销售收入7.53亿元，增速20.24%，毛利率71.47%，略有下滑。非注射剂品种销售额13.24亿元，增长18%，2022H1增速低于股权激励目标设定的22%，与疫情干扰有关。

➢ **产品储备丰富，独家品种众多，在研品持续推进。**公司持续推动新产品研发，中药获批临床试验通知书4个（枣柏安神颗粒、金振儿童病毒性肺炎、大株红景天预防成人急性高原反应、苁蓉总苷胶囊AD症状改善适应症），经典名方苓桂术甘颗粒申报生产；化药创新药开展II期临床2个。已上市品种上，公司有序开展杏贝止咳颗粒、金振口服液、复方南星止痛膏、热毒宁注射液等主要品种的循证医学临床研究，为药品的学术推广及临床合理用药提供支撑。

公司拥有中药独家品种43个，医保内独家品种23个，47个品种进入国家基药目录，其中独家品种为6个。公司全面开发七大基药品种及重点品种，坚持打造战略大品种。同时把握基药政策红利，重点推动基层医疗终端上量及品种次覆盖，在2022年上半年内实现基层医疗终端销售规模的显著提升。非自营业态核心品种业绩亦呈现较为良好的增长态势。2022年，热毒宁中标广东联盟集采，降价21%，降幅较为温和，集采执行后将有利促进热毒宁的销售。银杏二萜注射液2019年降价70%进入医保，2020~2021年销量同比增长130%和25%，销售额逐步回升。

此外，公司大力推动中药配方颗粒品种工艺研究和上市备案申报，302个中药配方颗粒品种已通过备案，公司积极推进跨省销售备案工作，完成5省累计210个品种跨省销售备案。

➢ **主管制销售改革成效初显。**在销售队伍建设方面，公司推动完善主管



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



制，建立动态择优的主管体系，扩大合格销售人员队伍，持续进行销售系统培训，强化销售人员学术推广能力。主管制改革打破原有的按产品区分的事业部制，由主管组建销售队伍针对性负责医院所有品种的销售工作，一方面可以将销售费用倾斜到一线，同时有助于精细化管理及二线品种和非注射品种的上量。从目前销售情况来看，主管制成效初显。

➤ **股权激励改革目标明晰。**公司6月底公布了股权激励计划，除了设定收入目标增速分别为22%、20%、18%或者利润增速目标为24%、22%、20%外，还特别设定了具备一定压力的并行指标：非注射剂销售增长分别不低于22%、23%、22%。股权激励的利润增速目标高于收入增速目标，同时还设定了非注射剂的增长目标，表明公司后续将加强非注射剂的销售。

投资建议

➤ 预计公司2022-2024年EPS分别为0.72、0.89、1.09元，对应公司8月1日收盘价13.91元，PE分别为19.4、15.6、12.7倍，给予“买入-A”评级。

风险提示

➤ 重点品种集采降价风险，疫情反复影响终端销售的风险，主管制营销模式变革不及预期的风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,032	3,649	4,425	5,354	6,462
YoY(%)	-33.6	20.3	21.3	21.0	20.7
净利润(百万元)	263	321	413	515	630
YoY(%)	-48.1	21.9	28.9	24.7	22.3
毛利率(%)	72.9	71.9	72.0	72.2	72.4
EPS(摊薄/元)	0.46	0.56	0.72	0.89	1.09
ROE(%)	6.3	7.3	8.6	9.7	10.6
P/E(倍)	30.5	25.0	19.4	15.6	12.7
P/B(倍)	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4
净利率(%)	8.7	8.8	9.3	9.6	9.7

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2886	2874	4124	4768	6215
现金	769	937	1106	2533	2258
应收票据及应收账款	955	732	1680	999	2373
预付账款	52	32	77	51	107
存货	377	338	562	503	781
其他流动资产	733	834	698	681	696
非流动资产	3233	3144	3014	2854	2693
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	2542	2450	2410	2296	2190
无形资产	482	434	412	384	352
其他非流动资产	205	256	189	169	146
资产总计	6119	6018	7138	7621	8908
流动负债	1696	1453	2149	2106	2748
短期借款	488	235	336	291	300
应付票据及应付账款	281	360	358	533	531
其他流动负债	927	859	1455	1282	1917
非流动负债	96	92	94	93	93
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	96	92	94	93	93
负债合计	1792	1545	2243	2199	2842
少数股东权益	160	168	178	189	203
股本	593	593	593	593	593
资本公积	175	172	172	172	172
留存收益	3399	3720	4142	4669	5313
归属母公司股东权益	4167	4304	4718	5233	5863
负债和股东权益	6119	6018	7138	7621	8908

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	701	908	-50	1499	-260
净利润	274	324	422	527	644
折旧摊销	161	191	184	183	187
财务费用	22	8	10	7	2
投资损失	-3	-4	-3	-4	-4
营运资金变动	248	385	-662	785	-1089
其他经营现金流	-1	4	-0	0	-0
投资活动现金流	-73	-297	126	-19	-22
筹资活动现金流	-268	-443	76	-36	7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.56	0.72	0.89	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.58	-0.09	2.60	-0.45
每股净资产(最新摊薄)	7.23	7.47	8.18	9.08	10.17

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3032	3649	4425	5354	6462
营业成本	822	1025	1239	1487	1785
营业税金及附加	45	61	70	86	106
营业费用	1302	1583	1903	2291	2753
管理费用	153	162	195	230	271
研发费用	380	499	575	707	866
财务费用	22	8	10	7	2
资产减值损失	3	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	4	3	4	4
营业利润	351	351	467	579	713
营业外收入	3	1	0	0	0
营业外支出	60	23	20	20	20
利润总额	294	328	447	559	693
所得税	20	4	25	32	48
税后利润	274	324	422	527	644
少数股东损益	11	4	9	12	14
归属母公司净利润	263	321	413	515	630
EBITDA	481	529	643	753	885

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-33.6	20.3	21.3	21.0	20.7
营业利润(%)	-39.3	-0.1	33.1	24.0	23.0
归属于母公司净利润(%)	-48.1	21.9	28.9	24.7	22.3
获利能力					
毛利率(%)	72.9	71.9	72.0	72.2	72.4
净利率(%)	8.7	8.8	9.3	9.6	9.7
ROE(%)	6.3	7.3	8.6	9.7	10.6
ROIC(%)	6.3	7.2	8.4	9.5	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	29.3	25.7	31.4	28.9	31.9
流动比率	1.7	2.0	1.9	2.3	2.3
速动比率	1.0	1.3	1.3	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.0	4.3	3.7	4.0	3.8
应付账款周转率	3.3	3.2	3.5	3.3	3.4
估值比率					
P/E	30.5	25.0	19.4	15.6	12.7
P/B	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.1	14.4	12.1	8.4	7.4

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

