

# 中报业绩略超预期， 看好长期增长潜力

## 事件

### 公司发布 2022 年半年度报告

8月1日晚，公司发布2022年半年度报告，实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润20.97亿元、2.11亿元和2.02亿元，分别同比增长18.54%、32.35%和24.21%，业绩略超市场预期。

## 简评

### 利润端高速增长，业绩略超预期

22年上半年，公司收入端实现增长18.54%，主要由于注射液品种恢复增长，口服液收入大幅增加所致；归母净利润增长32.35%，扣非归母净利润增长24.21%，利润端增速较快主要归功于公司产品结构持续优化，口服液、片丸剂、颗粒剂等主要产品规模效应逐步显现，盈利能力稳步提升。H1非经常性损益额度约为903万元，主要为政府补助资金。

2022年Q2单季，公司实现营业收入10.19亿元，同比增长12.26%；实现归母净利润1.01亿元，同比增长33.92%；实现扣非后净利润0.95亿元，同比增长14.28%。整体来看，公司主业业绩环比Q1略有所放缓，主要由于收入占比最高的华东地区受到疫情影响。

### 重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,032	3,649	4,530	5,540	6,676
增长率(%)	-33.6	20.3	24.2	22.3	20.5
净利润(百万元)	263	321	417	524	641
增长率(%)	-48.1	21.9	30.0	25.7	22.3
ROE(%)	6.3	7.3	8.7	9.9	10.9
EPS(元/股, 摊薄)	0.44	0.54	0.70	0.88	1.08
P/E(倍)	31.7	26.0	20.0	15.9	13.0
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4

数据来源: wind, 中信建投

## 康缘药业 (600557)

### 首次评级

### 买入

#### 贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 执证编号: S1440517050001

SFC 中央编号: ASZ591

#### 刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 执证编号: S1440519080003

发布日期: 2022年08月04日

当前股价: 13.91 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.31/-1.23	-2.39/-9.37	34.79/38.83
12 月最高/最低价 (元)		17.5/9.22
总股本 (万股)		57,642.9
流通 A 股 (万股)		57,642.9
总市值 (亿元)		80.18
流通市值 (亿元)		80.18
近 3 月日均成交量 (万股)		1,074.61
主要股东		
江苏康缘集团有限责任公司		30.56%

### 股价表现



### 相关研究报告

### 注射剂板块短期承压，热毒宁实现快速恢复

2022 年 H1，公司注射剂板块实现营业收入 7.53 亿元，同比增长 20.24%，毛利率同比下降 0.75 个百分点至 71.47%，主要受到热毒宁的快速增长带动；2022 年 Q2 单季实现营业收入 3.54 亿元，同比增长 3.45%，环比 Q1 增速大幅放缓，主要受到 Q2 多地疫情反复的影响。分产品来看：1) **银杏二萜内酯葡胺注射液**：银杏二萜为公司心脑血管品类代表产品，历经两轮医保谈判后以价换量效果明显，近两年均实现了较快增长，但 22 上半年受到疫情及产能结构调整影响，增速有所放缓，但随着公司继续加强精细化管理，持续开发存量医院并开展学术推广活动，银杏二萜全年销售有望维持稳健增长。2) **热毒宁注射液**：作为公司抗感染品类代表品种，热毒宁受到医保政策及疫情影响，近两年产品销售收入出现明显下滑，但 22 年已经逐步迈入恢复期，上半年在低基数下实现了快速反弹，随着疫情恢复、销售人员积极性不断提高，叠加集采中标有望以价换量，22 年全年预计将保持高速增长。整体来看，虽然公司注射剂板块在疫情影响下短期承压，全年仍然有望实现较为理想的增长。

### 持续优化产品结构，非注射剂产品保持稳健增长

2022 年 H1，公司非注射剂产品共实现营业收入 13.24 亿元，同比增长 17.89%，主要受到口服液及颗粒剂、冲剂等剂型的营收增长带动。分板块来看：1) **口服液产品**：2022 年 H1 实现收入 4.35 亿元，同比增长 48.36%，主要归功于核心产品金振口服液实现快速增长，随着公司积极扩大医院端覆盖面、开展 OTC 渠道建设，金振口服液有望实现院内院外共同放量，22 年全年有望保持快速增长；2) **颗粒剂、冲剂产品**：2022 年 H1 实现收入 0.96 亿元，同比增长 45.63%，主要由于杏贝止咳颗粒实现了快速放量，随着公司积极推进渠道建设，开展相应学术活动，22 年全年杏贝止咳有望成长为过亿品种。整体来看，随着公司持续优化收入结构，全面开发七大基药品种，加大战略性品种培育和扶持力度，公司非注射剂板块有望在金振口服液、杏贝止咳等核心品种快速增长的带动下保持稳健增长。

### 推出股权激励计划，彰显公司发展信心

2022 年 6 月，公司发布 2022 年限制性股票激励计划，拟向激励对象授予限制性股票 880 万股，占公司股本总数的 1.53%；首次授予 7 位高管和 156 名中层管理人员及核心骨干共 800 万股，占公司股本总数的 1.39%，预留 80 万股，占公司股本总数的 0.14%；授予价格为 7.92 元/股。从考核指标上来看，本次股权激励计划有望充分调动公司董事、负责销售业务的高管人员、研发系统及销售系统核心人员的积极性，有效绑定员工利益及公司利益，有助于公司吸引并留住核心人才，提升公司长期竞争力，彰显公司发展信心。

**图表1： 2022 年股票激励计划公司层面业绩考核目标（首次授予部分）**

解除限售期	占总量比例	业绩考核目标（公司需同时满足两个条件）
第一个解除限售期	30%	1) 以公司 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 22%，或以公司 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 24%； 2) 以公司 2021 年非注射剂产品营业收入为基数，2022 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22%。
第二个解除限售期	30%	1) 以公司 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 20%，或以公司 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 22%； 2) 以公司 2022 年非注射剂产品营业收入为基数，2023 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 23%。
第三个解除限售期	40%	1) 以公司 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 18%，或以公司 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 20%； 2) 以公司 2023 年非注射剂产品营业收入为基数，2024 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22%。

资料来源：公司公告，中信建投

### 毛利率略有提升，经营质量健康

2022 年 H1，公司综合毛利率为 71.58%，同比增加 0.64 个百分点。销售费用率为 41.09%，同比增加 0.06 个百分点，基本保持稳定；管理费用率为 4.06%，同比减少 0.36 个百分点，控费效果理想；研发费用率为 13.23%，同比增加 0.98 个百分点，主要由于公司加大产品研发投入所致。经营活动产生的现金流量净额同比下降 9.59%，基本保持稳定；其他收益同比增长 33.05%，主要由于本期收到的政府补助较多；营业外支出同比下降 49.29%，主要系上年同期捐赠较多所致。其余财务指标基本正常。

### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 45.30 亿元、55.40 亿元和 66.76 亿元，分别同比增长 24.2%、22.3% 和 20.5%，归母净利润分别为 4.17 亿元、5.24 亿元和 6.41 亿元，分别同比增长 30.0%、25.7% 和 22.3%，折合 EPS 分别为 0.70 元/股、0.88 元/股和 1.08 元/股，对应 PE 为 20.0X、15.9X 和 13.0X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险分析

疫情反复影响；限抗、集采等政策风险；新药研发不及预期；产品销售推广不及预期。

## 分析师介绍

**贺菊颖：**中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

**刘若飞：**医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CRO、疫苗、药店及中药细分领域。

2021 年第十九届新财富最佳分析师评选医药生物行业第五名团队核心成员。2021 年第十二届中国证券业分析师金牛奖医药生物组第五名团队核心成员。2020 年 Wind 第八届金牌分析师医药行业第四名团队核心成员。

## 研究助理

袁全 18612796102 yuanquan@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk