

信义山证 汇通天下

证券研究报告

康缘药业（600557.SH）

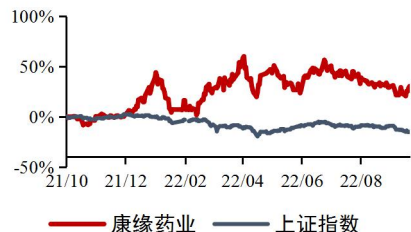
买入-A(维持)

收入利润高增长，三季度业绩超股权激励目标

2022 年 10 月 10 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 9 月 30 日

收盘价（元）：	13.18
年内最高/最低（元）：	17.50/9.22
流通 A 股/总股本（亿）：	5.76/5.85
流通 A 股市值（亿）：	75.97
总市值（亿）：	77.05

基础数据：2022 年 9 月 30 日

基本每股收益：	0.49
摊薄每股收益：	0.49
每股净资产（元）：	8.14
净资产收益率：	5.96

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2022 年三季报，前三季度公司实现营业收入 31.3 亿元，同比增长 21.0%；实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 35.8%；实现扣非归母净利润 2.6 亿元，同比增长 27.3%，实现 EPS0.49 元。其中，第三季度实现营业收入 10.3 亿元、归母净利润 7021.7 万元、扣非归母净利润 6124.6 万元，同比分别增长 26.3%、47.5%、38.7%。

事件点评

➢ 非注射剂品种收入同比增速 23.7%，超股权激励目标。前三季度公司非注射剂品种收入 20.3 亿元，同比增长 23.7%，超过股权激励目标。对比 2022H1 业绩中非注射剂品种收入增速 18%，显示 Q3 公司销售端显著发力。前三季度，公司口服液的营业收入 7.2 亿，同比增长 71.5%，主要系金振口服液销售额增长所致；颗粒剂、冲剂的营业收入 1.6 亿，同比增长 64.9%，主要系杏贝止咳颗粒销售额增长所致；凝胶剂的营业收入 2149.4 万元，较上年同期增长 554.4%，主要系筋骨止痛凝胶销售额增长所致。

公司股权激励目标为 2022-2024 年收入增速不低于 22%、20%、18%，或者利润增速不低于 24%、22%、20%，且非注射剂收入增速不低于 22%、23%、22%，其中非注射剂收入增速为压力项。此外，2022-2025 年预计分别摊销费用为 1539.2 万元、2286.8 万元、1099.4 万元、351.8 万元，从前三季度情况来看，公司业绩超越股权激励目标。

➢ 产品储备丰富，独家品种众多，主管制销售改革成效初显。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覆盖，实现基层规模的显著提升。

销售方面，公司推动完善主管制，建立动态择优的主管体系。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。

投资建议

➢ 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.71、0.89、1.09 元，对应公司 9 月 30 日收盘价 13.18 元，PE 分别为 18.7、14.9、12.1 倍，我们认为，公司产品储备丰富，主管制销售改革成效初显，单 Q3 业绩增速为年内最高，显示销售短板已逐步回补加强，我们看好公司未来一段时间的发展，给



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



予“买入-A”评级。

风险提示

➤ 风险因素包括但不限于：重点品种集采降价的风险，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，产品研发失败的风险等。

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	518	635
YoY(%)	-48.1	21.9	28.7	25.5	22.7
毛利率(%)	72.9	71.9	72.0	72.2	72.4
EPS(摊薄/元)	0.45	0.55	0.71	0.89	1.09
ROE(%)	6.3	7.3	8.6	9.8	10.7
P/E(倍)	29.3	24.0	18.7	14.9	12.1
P/B(倍)	1.8	1.8	1.6	1.5	1.3
净利率(%)	8.7	8.8	9.3	9.7	9.8

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)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2886	2874	3655	4520	5638	营业收入	3032	3649	4425	5354	6462
现金	769	937	1440	2180	3030	营业成本	822	1025	1239	1487	1785
应收票据及应收账款	955	732	877	969	1185	营业税金及附加	45	61	70	86	106
预付账款	52	32	64	64	85	营业费用	1302	1583	1903	2291	2753
存货	377	338	314	394	399	管理费用	153	162	190	236	278
其他流动资产	733	834	960	913	939	研发费用	380	499	597	723	879
非流动资产	3233	3144	2968	2863	2739	财务费用	22	8	-2	-12	-18
长期投资	4	4	4	4	4	资产减值损失	3	1	0	0	0
固定资产	2542	2450	2265	2198	2127	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	482	434	412	384	352	投资净收益	3	4	4	4	4
其他非流动资产	205	256	287	276	256	营业利润	351	351	466	582	719
资产总计	6119	6018	6623	7383	8377	营业外收入	3	1	0	0	0
流动负债	1696	1453	1635	1866	2210	营业外支出	60	23	20	20	20
短期借款	488	235	30	20	0	利润总额	294	328	446	562	699
应付票据及应付账款	281	360	327	501	507	所得税	20	4	25	33	49
其他流动负债	927	859	1278	1344	1703	税后利润	274	324	422	529	650
非流动负债	96	92	94	93	93	少数股东损益	11	4	9	12	15
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	263	321	413	518	635
其他非流动负债	96	92	94	93	93	EBITDA	481	529	622	736	872
负债合计	1792	1545	1729	1959	2303	主要财务比率					
少数股东权益	160	168	178	189	204	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	593	593	593	593	593	成长能力					
资本公积	175	172	172	172	172	营业收入(%)	-33.6	20.3	21.3	21.0	20.7
留存收益	3399	3720	4141	4671	5320	营业利润(%)	-39.3	-0.1	32.9	24.8	23.5
归属母公司股东权益	4167	4304	4717	5234	5869	归属于母公司净利润(%)	-48.1	21.9	28.7	25.5	22.7
负债和股东权益	6119	6018	6623	7383	8377	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	72.9	71.9	72.0	72.2	72.4
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	8.7	8.8	9.3	9.7	9.8
经营活动现金流	701	908	781	783	920	ROE(%)	6.3	7.3	8.6	9.8	10.7
净利润	274	324	422	529	650	ROIC(%)	6.3	7.2	8.8	9.8	10.7
折旧摊销	161	191	173	181	186	偿债能力					
财务费用	22	8	-2	-12	-18	资产负债率(%)	29.3	25.7	26.1	26.5	27.5
投资损失	-3	-4	-4	-4	-4	流动比率	1.7	2.0	2.2	2.4	2.6
营运资金变动	248	385	193	87	106	速动比率	1.0	1.3	1.6	1.8	2.0
其他经营现金流	-1	4	-0	0	-0	营运能力					
投资活动现金流	-73	-297	-77	-45	-68	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
筹资活动现金流	-268	-443	-201	1	-2	应收账款周转率	3.0	4.3	5.5	5.8	6.0
						应付账款周转率	3.3	3.2	3.6	3.6	3.5
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.55	0.71	0.89	1.09	P/E	29.3	24.0	18.7	14.9	12.1
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.55	1.34	1.34	1.57	P/B	1.8	1.8	1.6	1.5	1.3
每股净资产(最新摊薄)	7.13	7.36	8.07	8.95	10.04	EV/EBITDA	16.2	13.6	10.3	7.8	5.5

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、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

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

