

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

中成药

康缘药业 (600557.SH)

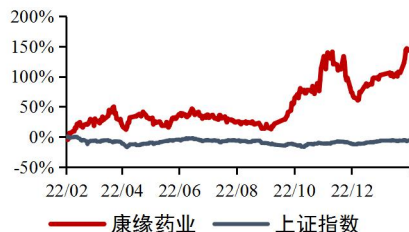
买入-A(维持)

首期股权激励目标达成，运营效率明显提升

2023 年 2 月 20 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 2 月 20 日

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价 (元):        | 26.25       |
| 年内最高/最低 (元):    | 27.50/10.10 |
| 流通 A 股/总股本 (亿): | 5.76/5.85   |
| 流通 A 股市值 (亿):   | 151.31      |
| 总市值 (亿):        | 153.46      |

基础数据：2022 年 12 月 31 日

|            |      |
|------------|------|
| 基本每股收益:    | 0.75 |
| 摊薄每股收益:    | 0.75 |
| 每股净资产 (元): | 8.44 |
| 净资产收益率:    | 8.96 |

资料来源：最闻

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 年年报，实现营业收入 43.51 亿元，同比上升 19.25%，归属于上市公司股东的净利润 4.34 亿元，同比上升 35.54%。实现扣非归母净利润为 3.95 亿元，同比增长 30.87%。实现 EPS0.75 元，ROE9.61%。其中，第四季度实现营业收入 12.25 亿元，归母净利润 1.53 亿元，扣非归母净利润 1.32 亿元。拟 10 派 2.20 元（含税）。

事件点评

➢ 非注射剂品种收入同比增速 23.69%，注射剂稳健增长，业绩超过股权激励目标。全年公司非注射剂品种收入 29 亿元，占总收入的 66.65%，同比增长 23.7%，超过股权激励目标。其中，金振口服液全年销售过 10 亿，全年销量 26307.91 万支，同比增加 74.81%，带动公司口服液营业收入增长 68.45%，杏贝止咳颗粒和散寒化湿颗粒带动颗粒和冲剂的收入达到 2.81 亿元，增长 104.46%。筋骨止痛凝胶带动凝胶剂收入达到 3186.00 万元，增长 417.69%。

注射剂收入 14.51 亿元，同比增长 11.26%，维持比较稳健的增长。热毒宁进入《新冠诊疗方案》，销量 3182.81 万支，同比增长 54.90%。银杏二萜内酯葡胺注射液销量 880.79 万支，下滑 14.37%。

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。2022 年业绩超过股权激励目标，费用上摊销 1535.41 万元。

➢ 研发能力强，新获散寒化湿颗粒、苓桂术甘颗粒两个新药注册批件。研发方面，公司以中药发展为主体，同时统筹推进化学药、生物药协同发展，研发效率及质量持续提升。继 2021 年 11 月银翘清热片成为新的中药注册分类办法实施以来的第一个 1.1 类新药之后，公司再获散寒化湿颗粒、苓桂术甘颗粒 2 个注册批件。其中，苓桂术甘颗粒是首个按古代经典名方目录管理的中药复方制剂（中药 3.1 类新药）。处方来源于张仲景《金匱要略》中的苓桂术甘汤，已列入《古代经典名方目录（第一批）》。散寒化湿颗粒是继“三方三药”后，首个获批的新冠肺炎治疗中药药物，已纳入《新型冠状病毒肺炎诊疗方案(第十版)》中，为 3.2 类中药新药。

公司研发投入稳步上升，2022 年研发费用 6.06 亿元（+21.3%）；研发费用率 13.92%（+0.23pp）。目前处于三期临床的 1.1 类中药创新药 2 个，二期临床的 1.1 和 1.2 类中药创新药 6 个。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **产品储备丰富，独家品种众多，主销售改革成效初显。**目前，公司拥有 46 个中药独家品种，4 个中药保护品种，108 个品种进入 2022 版国家医保目录，其中独家品种 24 个。43 个品种进入国家基本药物目录，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。公司打破热毒宁注射液多年销售独大的局面，聚焦银杏二萜内酯葡胺注射液、金振口服液大品种，打造三大核心品种集群，支撑公司整体业绩稳健增长。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。其中，**热毒宁注射液**执行“专人专做”，在巩固儿科优势的基础上，大力拓展成人科室，深度挖掘急诊科室、呼吸科室及住院病房场景的市场潜力。**金振口服液**聚焦核心高端医院开发和增长工作，基层市场呈现较好发展态势，持续优化基层终端资源，产品覆盖持续加大。**银杏二萜内酯葡胺注射液**以抗血小板聚集新途径的学术理论为指导，确立首个获批上市的特异性 PAF 受体拮抗剂的学术引领，继续坚持“以量换价”，推动规模快速增长，稳定住市场基本盘。同时对代理商推行类自营精细化管理，对潜力省份予以培育。

➤ **公司运营效率明显提升。**2022 年，公司综合毛利率为 72.10%，同比增加 0.19 个百分点；期间费用率 61.01%，同比减少 0.74 个百分点，其中销售费用率 42.93%，同比减少 0.46 个百分点；管理费用率 18.28%，同比增加 0.14 个百分点；财务费用率-0.20%，同比减少 0.43 个百分点；经营性现金流净额为 9.96 亿元，同比增加 9.65%。公司运营效率明显提升，营业周期 161.36 天(-47.37 天)，净营业周期 60.24 天(-49.72 天)，总资产周转率 0.68 次(+0.08 次)。

### 投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.93、1.14、1.40 元，对应公司 2 月 20 日收盘价 26.25 元，PE 分别为 28.08、22.94、18.78 倍，我们认为，公司产品储备丰富，销售改革成效初显，销售短板已逐步回补加强，运营效率显著提升，我们看好公司未来一段时间的发展，维持“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，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      | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,649 | 4,351 | 5,274 | 6,354 | 7,520 |
| YoY(%)    | 20.3  | 19.2  | 21.2  | 20.5  | 18.4  |

|           |      |      |      |      |      |
|-----------|------|------|------|------|------|
| 净利润(百万元)  | 321  | 434  | 546  | 669  | 817  |
| YoY(%)    | 21.9 | 35.5 | 25.8 | 22.4 | 22.1 |
| 毛利率(%)    | 71.9 | 72.1 | 72.5 | 72.6 | 72.8 |
| EPS(摊薄/元) | 0.55 | 0.74 | 0.93 | 1.14 | 1.40 |
| ROE(%)    | 7.3  | 9.0  | 10.4 | 11.3 | 12.1 |
| P/E(倍)    | 47.9 | 35.3 | 28.1 | 22.9 | 18.8 |
| P/B(倍)    | 3.6  | 3.2  | 3.0  | 2.6  | 2.3  |
| 净利率(%)    | 8.8  | 10.0 | 10.4 | 10.5 | 10.9 |

资料来源：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           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2874  | 3730  | 4259  | 5624  | 6739  |
| 现金             | 937   | 1601  | 2167  | 3245  | 4230  |
| 应收票据及应收账款      | 732   | 728   | 779   | 916   | 1013  |
| 预付账款           | 32    | 61    | 45    | 76    | 66    |
| 存货             | 338   | 343   | 348   | 425   | 484   |
| 其他流动资产         | 834   | 997   | 921   | 963   | 946   |
| <b>非流动资产</b>   | 3144  | 3066  | 2911  | 2766  | 2617  |
| 长期投资           | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 固定资产           | 2450  | 2409  | 2291  | 2208  | 2123  |
| 无形资产           | 434   | 398   | 364   | 324   | 282   |
| 其他非流动资产        | 256   | 255   | 252   | 229   | 208   |
| <b>资产总计</b>    | 6018  | 6796  | 7170  | 8390  | 9356  |
| <b>流动负债</b>    | 1453  | 1781  | 1725  | 2265  | 2400  |
| 短期借款           | 235   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款      | 360   | 373   | 503   | 547   | 688   |
| 其他流动负债         | 859   | 1408  | 1222  | 1717  | 1712  |
| <b>非流动负债</b>   | 92    | 81    | 85    | 83    | 84    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 92    | 81    | 85    | 83    | 84    |
| <b>负债合计</b>    | 1545  | 1862  | 1809  | 2348  | 2483  |
| 少数股东权益         | 168   | 180   | 189   | 201   | 215   |
| 股本             | 593   | 585   | 585   | 585   | 585   |
| 资本公积           | 172   | 98    | 98    | 98    | 98    |
| 留存收益           | 3720  | 4136  | 4692  | 5373  | 6204  |
| 归属母公司股东权益      | 4304  | 4754  | 5172  | 5841  | 6658  |
| <b>负债和股东权益</b> | 6018  | 6796  | 7170  | 8390  | 9356  |

现金流量表(百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 908   | 996   | 695   | 1093  | 994   |
| 净利润            | 324   | 442   | 556   | 681   | 831   |
| 折旧摊销           | 191   | 193   | 176   | 182   | 186   |
| 财务费用           | 8     | -9    | -15   | -18   | -25   |
| 投资损失           | -4    | -4    | -4    | -4    | -4    |
| 营运资金变动         | 385   | 361   | -18   | 253   | 6     |
| 其他经营现金流        | 4     | 12    | -0    | 0     | -0    |
| <b>投资活动现金流</b> | -297  | -164  | -19   | -32   | -34   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -443  | -168  | -110  | 17    | 25    |

每股指标 (元)

|               |      |      |      |      |       |
|---------------|------|------|------|------|-------|
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.55 | 0.74 | 0.93 | 1.14 | 1.40  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.55 | 1.70 | 1.19 | 1.87 | 1.70  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 7.36 | 8.13 | 8.85 | 9.99 | 11.39 |

利润表(百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3649  | 4351  | 5274  | 6354  | 7520  |
| 营业成本            | 1025  | 1214  | 1451  | 1739  | 2045  |
| 营业税金及附加         | 61    | 73    | 88    | 106   | 126   |
| 营业费用            | 1583  | 1868  | 2247  | 2707  | 3196  |
| 管理费用            | 162   | 190   | 227   | 273   | 323   |
| 研发费用            | 499   | 606   | 717   | 864   | 1023  |
| 财务费用            | 8     | -9    | -15   | -18   | -25   |
| 资产减值损失          | 2     | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| <b>营业利润</b>     | 351   | 455   | 598   | 722   | 872   |
| 营业外收入           | 1     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 23    | 12    | 20    | 20    | 20    |
| <b>利润总额</b>     | 328   | 446   | 578   | 702   | 852   |
| 所得税             | 4     | 4     | 22    | 22    | 21    |
| <b>税后利润</b>     | 324   | 442   | 556   | 681   | 831   |
| 少数股东损益          | 4     | 7     | 9     | 11    | 14    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 321   | 434   | 546   | 669   | 817   |
| EBITDA          | 529   | 631   | 745   | 871   | 1019  |

主要财务比率

| 会计年度         | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 20.3  | 19.2  | 21.2  | 20.5  | 18.4  |
| 营业利润(%)      | -0.1  | 29.6  | 31.5  | 20.8  | 20.7  |
| 归属于母公司净利润(%) | 21.9  | 35.5  | 25.8  | 22.4  | 22.1  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 71.9  | 72.1  | 72.5  | 72.6  | 72.8  |
| 净利率(%)       | 8.8   | 10.0  | 10.4  | 10.5  | 10.9  |
| ROE(%)       | 7.3   | 9.0   | 10.4  | 11.3  | 12.1  |
| ROIC(%)      | 7.2   | 9.0   | 10.4  | 11.3  | 12.1  |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 25.7  | 27.4  | 25.2  | 28.0  | 26.5  |
| 流动比率         | 2.0   | 2.1   | 2.5   | 2.5   | 2.8   |
| 速动比率         | 1.3   | 1.4   | 1.8   | 1.9   | 2.3   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.6   | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 应收账款周转率      | 4.3   | 6.0   | 7.0   | 7.5   | 7.8   |
| 应付账款周转率      | 3.2   | 3.3   | 3.3   | 3.3   | 3.3   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 47.9  | 35.3  | 28.1  | 22.9  | 18.8  |
| P/B          | 3.6   | 3.2   | 3.0   | 2.6   | 2.3   |
| EV/EBITDA    | 27.8  | 21.9  | 17.8  | 14.0  | 11.0  |

资料来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。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

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 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

