

康缘药业 (600557.SH) 完成 2022 年股权激励考核目标, 产品结构持续优化, 利润快速增长

2023 年 02 月 22 日

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2023/2/21
当前股价(元)	25.55
一年最高最低(元)	27.50/10.10
总市值(亿元)	149.36
流通市值(亿元)	147.28
总股本(亿股)	5.85
流通股本(亿股)	5.76
近 3 个月换手率(%)	246.8

蔡明子 (分析师)	古意涵 (分析师)
caimingzi@kysec.cn	guyihan@kysec.cn
证书编号: S0790520070001	证书编号: S0790523020001

● 完成 2022 年股权激励考核目标, 产品结构持续优化, 维持“买入”评级

2 月 20 日, 公司发布 2022 年年报: 2022 年实现营收 43.51 亿元 (+19.25%), 归母净利润 4.34 亿元 (+35.54%), 扣非净利润 3.95 亿元 (+30.87%)。公司 Q1/Q3 收入皆增长 25%+, 实现较高增长, Q2 由于疫情影响收入增速为 12%, Q4 收入增速为 15%, 预计与 Q4 医院加大呼吸类药品储备导致心脑血管药院内销售减少有关。公司逐步优化产品结构, 非注射产品收入快速增长, 我们上调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 5.39 (原为 5.08) /6.56 (原为 6.21) /8.00 亿元, EPS 分别为 0.92/1.12/1.37 元, 当前股价对应 PE 分别为 27.7/22.8/18.7 倍, 维持“买入”评级。

● 非注射剂收入占比持续提升, 金振口服液快速放量, 热毒宁注射液恢复增长
分剂型看, 2022 年公司收入结构进一步优化, 非注射剂收入占比从 2021 年的 64.3%提升至 66.65%, 收入同比增长 23.69%, 超过股权激励 22%的增速预期。口服液收入增长 68.4%达到 11.22 亿元, 主要系金振口服液销售量增长 74.8%; 注射剂同比增长 11.3%, 主要系热毒宁注射液销售量同比增长 54.9% (销售加大拓展+列入新冠诊疗推荐用药)。颗粒剂/冲剂收入增长 104.46%, 主要系杏贝止咳颗粒、散寒化湿颗粒销售额上升所致 (皆为新冠诊疗推荐用药), 凝胶剂收入增长 417.69%至 0.3 亿元, 主要系筋骨止痛凝胶进入医保后快速放量所致。

● 2023 年经营重点: 打造 3 大核心品种, 发展非注射品种群梯队和基层市场
公司继续打造金振口服液、热毒宁注射液、银杏二萜 3 个核心大品种, 同时布局一批发展级品种, 以形成非注射品种群梯队。同时, 公司将加大开发基层市场, 助力独家基药品种杏贝止咳颗粒、银翘解毒软胶囊快速覆盖各城市社区服务中心和乡镇卫生院, 同时力争实现金振口服液对公司现有基层终端的全覆盖。

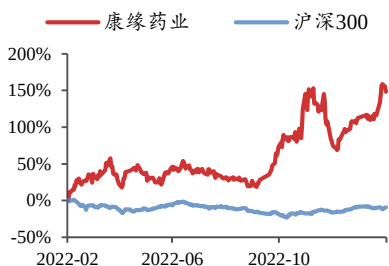
● 风险提示: 市场竞争加剧导致产品推广不及预期风险; 产品价格下降风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,649	4,351	5,275	6,331	7,560
YOY(%)	20.3	19.2	21.2	20.0	19.4
归母净利润(百万元)	321	434	539	656	800
YOY(%)	21.9	35.5	24.2	21.6	21.9
毛利率(%)	71.9	72.1	72.7	73.0	73.3
净利率(%)	8.9	10.2	10.4	10.5	10.8
ROE(%)	7.3	9.0	10.2	11.1	11.9
EPS(摊薄/元)	0.55	0.74	0.92	1.12	1.37
P/E(倍)	46.6	34.4	27.7	22.8	18.7
P/B(倍)	3.5	3.1	2.9	2.6	2.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《创新引领发展, 注射焕发生机, 基药驱动新增长——公司首次覆盖报告》
-2022.10.19

目 录

1、2022 年收入稳健增长，产品结构持续优化，利润快速增长	3
2、公司研发药品陆续获批上市，新药储备丰富，且新上市药品快速放量	5
3、2023 年经营重点：继续打造 3 大核心品种、发展非注射品种群梯队、加大基层市场开发	6
4、盈利预测与投资建议	6
5、风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1：收入结构进一步优化，非注射剂收入占比从 2021 年的 64.3%提升至 66.65%	4
图 2：2020-2022 年口服液毛利率持续提升，注射剂有所下降	4
图 3：2022 年各季度净利率皆高于 2021 年同期	5
图 4：公司费率呈现季度特征，整体保持稳定	5
表 1：Q1/Q3 收入实现较高增长，Q2/Q4 因为疫情收入增速放缓，但利润仍保持快速增长	3

1、2022 年收入稳健增长，产品结构持续优化，利润快速增长

2 月 20 日，公司发布 2022 年年报：2022 年实现营收 43.51 亿元（+19.25%），归母净利润 4.34 亿元（+35.54%），扣非净利润 3.95 亿元（+30.87%），经营现金流净额 9.96 亿元（+9.65%），基本 EPS 0.75 元/股（+0.19 元/股）。公司非注射剂收入增长符合预期，利润端超预期。

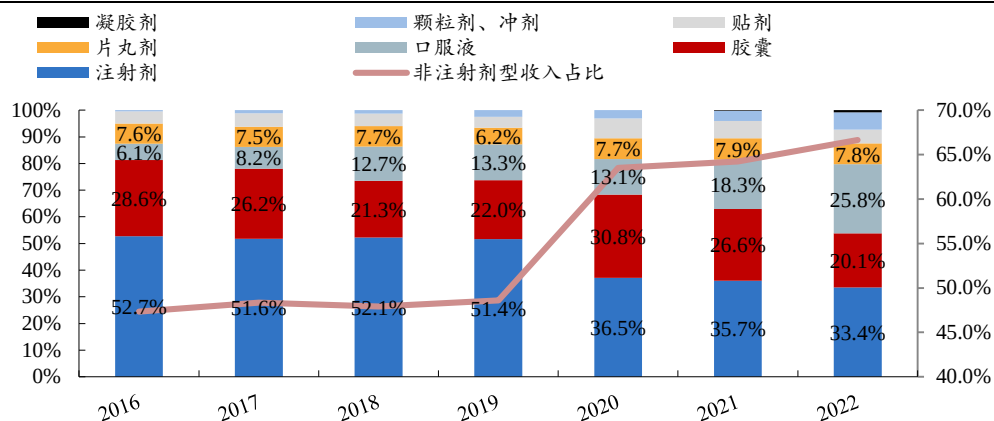
分季度看，公司 Q1、Q3 收入皆增长 25%+，实现较高增长，Q2 由于疫情影响收入增速为 12%，Q4 收入增速为 15%，预计与 Q4 医院加大呼吸类药品储备导致心脑血管相关药品院内销售减少所致（Q4 为银杏二萜销售旺季）。扣非净利润在除了受疫情影响较大的 Q2 外皆实现 35%以上的高增长，Q4 利润增长尤其明显。

表1：Q1/Q3 收入实现较高增长，Q2/Q4 因为疫情收入增速放缓，但利润仍保持快速增长

单位：亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营业收入	8.62	9.07	8.14	10.65	10.79	10.19	10.28	12.25
yoy	5%	25%	12%	40%	25%	12%	26%	15%
归母净利润	0.84	0.76	0.48	1.13	1.10	1.01	0.70	1.53
yoy	5%	18%	9%	51%	31%	34%	47%	35%
扣非净利润	0.79	0.84	0.44	0.95	1.07	0.95	0.61	1.32
yoy	-34%	55%	21%	40%	35%	14%	39%	39%
经营现金流净额	(0.27)	4.41	2.69	2.25	0.79	2.95	2.38	3.83
yoy	-117%	36%	97%	170%	394%	-33%	-12%	70%

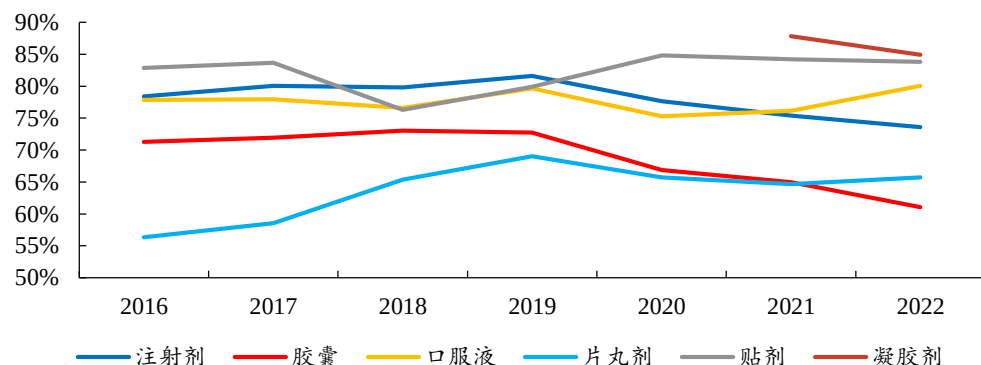
数据来源：Wind、开源证券研究所

分剂型看，2022 年公司收入结构进一步优化，非注射剂收入占比从 2021 年的 64.3%提升至 66.65%，收入同比增长 23.69%，超过股权激励 22%的增速预期。其中，口服液收入增长 68.4%达到 11.22 亿元，超过胶囊成为第二大剂型，主要由于金振口服液在公司加大高端及基层医疗终端下快速放量，2022 年首次销售规模达 10 亿元，销售量同比增长 74.8%左右，延续了 2021 年的高增速；销售规模最大的注射剂同比增长 11.3%，主要因为热毒宁注射液销售量同比增长 54.9%（销售加大拓展+列入新冠诊疗推荐用药）；银杏二萜销售量同比下降 14.37%，预计与 Q4 医院加大呼吸类药品储备导致心脑血管相关药品院内销售减少有关（Q4 为银杏二萜销售旺季）。此外，颗粒剂/冲剂收入增长 104.46%，主要系杏贝止咳颗粒、散寒化湿颗粒销售额上升所致（皆为新冠诊疗推荐用药），凝胶剂收入增长 417.69%至 0.3 亿元，主要系筋骨止痛凝胶进入医保后快速放量所致。

图1：收入结构进一步优化，非注射剂收入占比从2021年的64.3%提升至66.65%


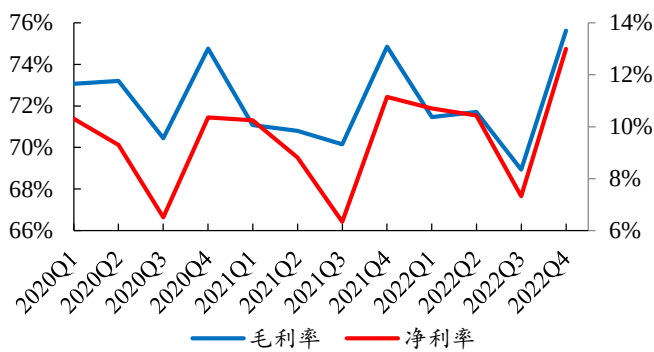
数据来源：公司公告、开源证券研究所

从产品毛利率来看，口服液2020-2022年持续提升，预计与收入快速增加下规模效应提升有关，注射剂毛利率从2019年的82%下降至2022年的74%，预计与2019年银杏二萜价格下降、注射剂成本上升（2022年注射剂原材料成本上升29.67%）等因素有关。胶囊毛利率从2019年的73%下降至2022年的61%，预计与近年收入下降导致规模效应降低有关。

图2：2020-2022年口服液毛利率持续提升，注射剂有所下降


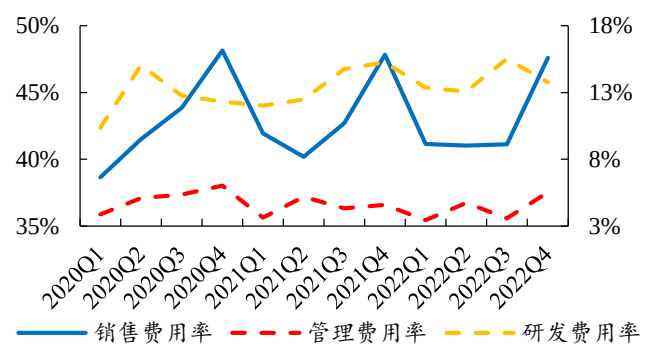
数据来源：公司公告、开源证券研究所

从整体盈利能力来看，公司季度毛利率和净利率皆呈现Q1-Q3下降、Q4提升的趋势，2022年各季度净利率皆高于2021年同期，尤其2022Q4有明显提升，2022Q1-Q4净利率分别为10.20%（+0.45pct）、9.93%（+1.61pct）、6.83%（+0.98pct）、12.50%（+1.85pct）。从费用率来看，2022年公司费率保持稳定，销售费用率42.93%（-0.46pct），研发费用率13.92%（+0.23pct），管理费用率4.36%（-0.09pct），分季度来看，公司销售费用率呈现Q1-Q4持续提升的特征，2020-2022年基本保持同比平稳。

图3：2022 年各季度净利率皆高于 2021 年同期


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：右侧坐标轴为净利率

图4：公司费率呈现季度特征，整体保持稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：右侧坐标轴为管理费用率、研发费用率

从现金流来看，2022 年经营现金流净额 9.96 亿元（+9.65%）；投资现金流净额 -1.64 亿元（2021 年为 -2.97 亿元），主要系银行理财产品期末收回差异所致；筹资现金流净额 -1.68 亿元（2021 年为 -4.43 亿元），主要系归还全部银行借款且未发生银行借款所致。期末现金及现金等价物为 16.01 亿元（+71%），现金及现金等价物明显增加。

营运能力方面，2022 年应收账款周转天数从 2021 年的 83 天下降至 60 天，存货周转天数从 2021 年的 125 天下降至 101 天，延续 2021 年周转率提升的趋势。

2、公司研发药品陆续获批上市，新药储备丰富，且新上市药品快速放量

截至 2022 年底，公司共计获得药品生产批件 205 个（较 2021 年新增散寒化湿颗粒、苓桂术甘颗粒 2 个药品），其中 46 个药品为中药独家品种，共有 4 个中药保护品种。公司产品共有 108 个品种被列入 2022 版国家医保目录，其中甲类 47 个，乙类 61 个（较 2021 年新增银翘清热片），独家品种 24 个；共有 43 个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为 6 个。

自 2020 年 7 月 1 日新的中药注册分类实施以来，公司相继收获了 1.1 类中药新药银翘清热片（新中药注册分类实施以来首个获批上市的 1.1 类中药创新药）、3.2 类中药新药散寒化湿颗粒（新冠肺炎诊疗推荐用药）、3.1 类中药新药苓桂术甘颗粒（首个批准上市的按古代经典名方目录管理的中药复方制剂）等 3 款呼吸系统疾病中成药，目前处于临床 III 期的药品包括紫辛鼻鼈颗粒、参蒲盆炎颗粒、六味地黄苷糖片等，处于 II 期的药品超过 10 个，新药储备丰富。

新上市药品有望快速放量：2020 年 4 月 9 日筋骨止痛凝胶获批上市，2020 年 12 月该产品通过谈判纳入国家医保目录，2021 年收入 0.06 亿元，2022 年增长 418%至 0.3 亿元；银翘清热片于 2021 年 11 月获批上市，为公司独家品种，自 2022 年 12 月份开始销售，2023 年 1 月 18 日通过谈判进入 2023 年医保目录，也仍有望快速放量。

3、2023 年经营重点：继续打造 3 大核心品种、发展非注射品种梯队、加大基层市场开发

公司继续打造金振口服液、热毒宁注射液、银杏二萜 3 个核心大品种，同时布局一批发展级品种，以形成非注射品种梯队，包括杏贝止咳颗粒、桂枝茯苓胶囊、腰痹通胶囊、复方南星止痛膏等独家医保、基药品种，随着疫情管控放开，院内药品推广受限明显减少，以上品种有望恢复较快增长。同时，公司将加大基层市场的开发，在“基药 986”政策的促进下，公司将加大推动呼吸与感染线独家基药品种杏贝止咳颗粒、银翘解毒软胶囊快速覆盖各城市社区服务中心和乡镇卫生院，同时力争实现金振口服液对公司现有基层终端的全覆盖。

此外，公司对 161 名核心骨干进行了股权激励，在疫情中不仅未降员工薪酬，平均涨薪幅度还达到 10%以上，我们认为，员工积极性将得到提升，为公司 2023 年加速发展提供充足动力。

4、盈利预测与投资建议

康缘药业拥有系统完善的从创新中药发现—研发—上市再评价的全流程研发平台，是拥有独家创新品种最多、独家医保品种最多、独家基药品种最多的中药企业之一，研发药品陆续获批上市。公司逐步优化产品结构，非注射产品收入快速增长，中药注射剂产品在销售改革下逐步恢复增长，我们上调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 5.39（原为 5.08）/6.56（原为 6.21）/8.00 亿元，EPS 分别为 0.92/1.12/1.37 元，当前股价对应 PE 分别为 27.7/22.8/18.7 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

市场竞争加剧导致产品推广不及预期风险；产品价格下降风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2874	3730	4443	5401	6742
现金	937	1601	2348	3132	4282
应收票据及应收账款	732	728	513	753	621
其他应收款	12	10	19	14	26
预付账款	32	61	57	81	85
存货	338	343	552	457	767
其他流动资产	822	987	955	963	962
非流动资产	3144	3066	3107	3105	3055
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	2450	2409	2482	2519	2511
无形资产	434	398	364	319	277
其他非流动资产	256	255	257	263	263
资产总计	6018	6796	7551	8506	9798
流动负债	1453	1781	2116	2404	2882
短期借款	235	0	0	0	0
应付票据及应付账款	360	373	593	621	874
其他流动负债	859	1408	1523	1783	2008
非流动负债	92	81	81	81	81
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	92	81	81	81	81
负债合计	1545	1862	2197	2485	2963
少数股东权益	168	180	189	200	214
股本	593	585	585	585	585
资本公积	172	98	98	98	98
留存收益	3720	4136	4685	5352	6165
归属母公司股东权益	4304	4754	5165	5821	6621
负债和股东权益	6018	6796	7551	8506	9798

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	908	996	1080	957	1284
净利润	324	442	549	667	813
折旧摊销	191	193	169	180	190
财务费用	8	-9	-0	0	0
投资损失	-4	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	385	361	368	115	286
其他经营现金流	4	12	-1	-1	-1
投资活动现金流	-297	-164	-205	-172	-135
资本支出	172	211	211	178	140
长期投资	-158	21	-0	-0	-0
其他投资现金流	33	26	6	6	6
筹资活动现金流	-443	-168	-129	-0	-0
短期借款	-254	-235	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-8	0	0	0
资本公积增加	-3	-74	0	0	0
其他筹资现金流	-187	148	-129	-0	-0
现金净增加额	169	664	746	785	1149

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3649	4351	5275	6331	7560
营业成本	1025	1214	1440	1712	2022
营业税金及附加	61	73	88	105	125
营业费用	1583	1868	2268	2691	3213
管理费用	162	190	227	269	318
研发费用	499	606	712	855	1021
财务费用	8	-9	-0	0	0
资产减值损失	1	1	-1	-1	-1
其他收益	34	42	39	38	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	4	4	4	4
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	351	455	586	744	907
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	23	12	10	5	5
利润总额	328	446	578	741	904
所得税	4	4	29	74	90
净利润	324	442	549	667	813
少数股东损益	4	7	9	11	14
归属母公司净利润	321	434	539	656	800
EBITDA	505	591	689	841	984
EPS(元)	0.55	0.74	0.92	1.12	1.37

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.3	19.2	21.2	20.0	19.4
营业利润(%)	-0.1	29.6	28.7	27.1	21.9
归属于母公司净利润(%)	21.9	35.5	24.2	21.6	21.9
获利能力					
毛利率(%)	71.9	72.1	72.7	73.0	73.3
净利率(%)	8.9	10.2	10.4	10.5	10.8
ROE(%)	7.3	9.0	10.2	11.1	11.9
ROIC(%)	6.7	8.2	9.4	10.1	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	25.7	27.4	29.1	29.2	30.2
净负债比率(%)	-13.6	-30.8	-42.3	-50.7	-61.5
流动比率	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3
速动比率	1.7	1.8	1.8	2.0	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	4.3	6.0	8.5	10.0	11.0
应付账款周转率	3.6	3.6	3.5	3.4	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.74	0.92	1.12	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.55	1.70	1.85	1.64	2.20
每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.13	8.84	9.96	11.32
估值比率					
P/E	46.6	34.4	27.7	22.8	18.7
P/B	3.5	3.1	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	28.3	22.7	18.4	14.2	11.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn