

2023 年 3 月 1 日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

国内中药创新龙头，创新产品梯队丰富 买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,649	4,374	5,604	7,033
同比（%）	20%	20%	28%	26%
归母净利润（百万元）	321	400	515	644
同比（%）	22%	25%	29%	25%
每股收益（元/股）	0.55	0.68	0.88	1.10
P/E（现价&最新股本摊薄）	36.26	29.06	22.57	18.04

关键词：#股权激励 #困境反转

■ **核心逻辑：**1) 公司是我国中药创新药龙头，打造了丰富独家、基药、医保产品群，在营销体系不断优化背景下，业绩快速修复；2) 我们看好公司丰富的产品储备梯队下大单品二萜内酯、热毒宁、金振口服液等对标主要竞品均有翻倍成长空间，二线品种杏贝止咳颗粒、参乌益肾片等目前基数较小，同样具备较大成长空间。

■ **中药创新药引领者，强研发投入打造丰富的产品梯队与在研产品：**公司是我国中药创新药引领者，多年来研发投入不断加强，22 年前三季度研发费用率达 14%（18 年为 8%），近 5 年始终高于同类公司。目前拥有 203 个批件，43 个中药独家品种；47 个 18 版基药品种，其中独家品种为 6 个。截至 22 年底，公司有 23 个中药新药处于申请临床及以上阶段，三期临床 3 个，二期临床 12 个；同时公司注重研发成果转化，21-22 年获批的 20 个中药新药中，公司占 3 个，领先于同类上市公司。

■ **基药品种驱动业绩新增长，新版目录有望纳入 2-3 个新品种：**公司依托“基药 986”使用原则，持续释放基药品种发展潜能，七大基药品种销售额 2021 年占公司总收入的 56.61%，公司销售结构显著改善。其中金振口服液在纳入基药目录后持续快速放量，在儿科中成药领域地位稳固，2022 年前三季度增速接近 70%，销售额即将突破 10 亿元。考虑到我国儿科用药短缺现状，未来金振口服液销售额有望突破 20 亿元；杏贝止咳颗粒等其余产品目前基数较小，但增长迅猛，未来有望成长为 5 亿级。此外，新版基药目录调整在即，参照历史情况，我们认为新版基药目录有望新纳入公司 2-3 个独家品种，进一步拓宽公司独家基药产品群。

■ **中药注射剂行业触底反弹，大单品二萜内酯、热毒宁业绩修复明显：**中药注射剂样本医院销售额 21 年降幅已收窄至 1.6%（20 年降幅为 29%），此外中药注射剂在疫情中得到认可、丹红解除限制等均表明中药注射剂行业已触底反弹。公司大单品二萜内酯 21 年销量突破 1000 万支，基本抹平医保续约降价的缺口，

■ 考虑到其有效成分、临床认可度高等优势，对标悦康通销售情况，二萜内酯未来销售额有望达 20 亿元；热毒宁同样止住下滑，22 年前三季度院端恢复明显，并在以往薄弱西北地区快速放量，对标主要竞品喜炎平销售情况，热毒宁销售额未来有望重回 10 亿元。

■ **销售体系改革不断深化，助力公司将产品优势转化为业绩成果：**公司自 2021 年以来持续进行营销体系改革，1) 由各主管组建销售团队，实行医院主管负责制；2) 淘汰末尾人员，2021 年销售人员人均创收大幅提高至 126 万元（+74%）；3) 医院主观团队内部区分口服和注射剂；4) 发布股权激励计划，激发团队积极性。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司的产品储备丰富，且临床效果认可度高，同时营销改革不断深化下有望进一步将公司的研发优势转化为销售成果，我们预计公司 2022-2024 年间归母净利润为 4/5.15/6.44 亿元，对应当前股价 PE 分别为 29/23/18 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**重大政策变更风险，市场竞争加剧风险，研发进展不及预期风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.88
一年最低/最高价	10.10/27.50
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	11,459.41
总市值(百万元)	11,621.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.84
资产负债率(% ,LF)	22.64
总股本(百万股)	584.60
流通 A 股(百万股)	576.43

相关研究

《康缘药业(600557): 更积极进取、并购与健康!》

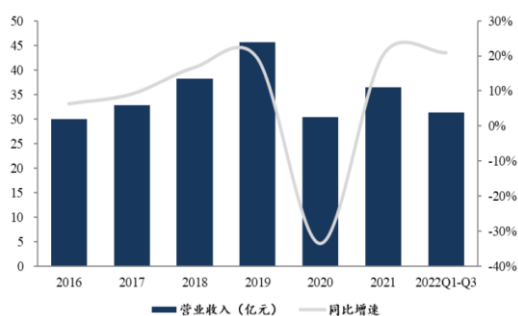
2015-06-16

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢朱国广的指导。

康缘药业是一家集中药研发、生产、销售为一体的大型中药企业，产品主要覆盖抗感染、骨科、妇科、心脑血管等领域。

2015-2019 年，公司业绩稳步增长，营收从 2015 年的 28.2 亿增长到 2019 年的 45.7 亿(CAGR=12.8%);归母净利润从 2015 年的 3.6 亿增长到 2019 年的 5 亿(CAGR=8.8%)。2020 年，公司实现营收 30.3 亿元，同比-33.6%，主要原因系：1) 疫情爆发影响院端业务，而公司产品主要面向院内；2) 公司大单品银杏二萜内酯葡胺注射液在医保谈判续约中价格从 316 元/支下降 70%至 93.7 元/支。2021 年来疫情得到有效控制，公司业绩逐步回升，2021 年/2022Q1-Q3 分别实现营收 36.5/31.3 亿，同比增长 20.3%/21.0%；归母净利润 3.2/2.8 亿，同比增长 21.9%/35.8%，实现大幅度反弹。

图 1：康缘药业营业收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

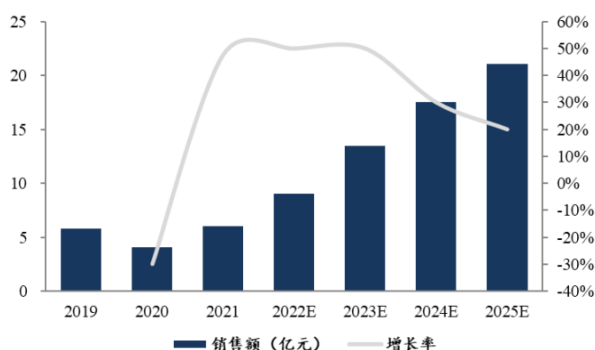
图 2：康缘药业归母净利润及增速



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

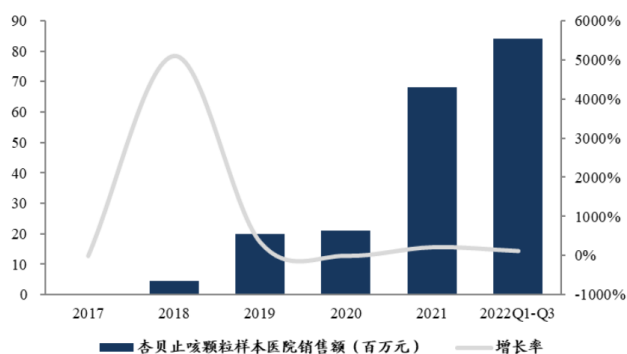
基药品种焕发新机，金振口服液有望冲击二十亿体量。1) **金振口服液**：儿科用药稀缺背景下，基药品种优势明显。据米内网数据，截至 2022 年 5 月，我国获得批文的儿童用药仅占总药物的 5%。考虑到儿童用药行业饱和度低，未来该市场整体规模的扩张势必会带动金振口服液的销售，我们认为金振口服液 2022-2025 年有望以 50%/50%/30%/20%的增速增长，并将于 2025 年销售额突破 20 亿元。2) **杏贝止咳颗粒等基药产品构成丰富的二线产品梯队。**2022Q1-Q3，杏贝止咳颗粒样本医院销售额 8400 万元，同比+126%，增速较快，但和主要竞品苏黄止咳胶囊 2021 年样本医院销售额 17.2 亿元相比仍处于起步阶段，未来随着公司加大推广对非注射剂型，销售额有望突破 5 亿元。

图 3：金振口服液销售收入预测



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 4：杏贝止咳颗粒样本医院销售额

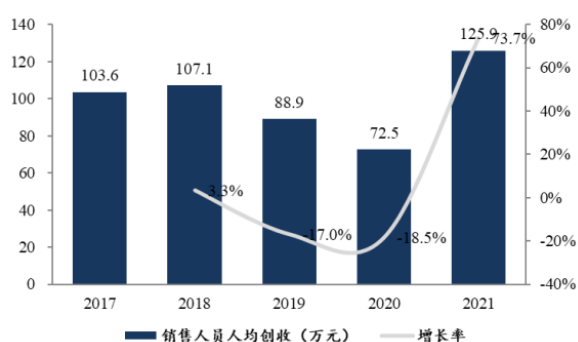


数据来源：开思数据库，东吴证券（香港）

中药注射剂大单品临床认可度高，业绩快速修复。公司大单品二萜内酯和热毒宁医保支付限定范围、重点监控、医保续约降低等政策影响，业绩出现较大下滑。但目前已逐步从 20 年的不利影响中走出来，覆盖医院、销售额处于快速修复中。1) **银杏二萜内酯葡胺注射液：有效成分含量高，业绩持续快速放量。**从目前市场上主要的银杏叶制剂看，公司的银杏二萜内酯葡胺注射液有效成分含量高，成分清晰，并已纳入医保目录，具备较强的竞争力。我们预计该产品 2026 年渗透率将由 21 年的 9.8% 提升至峰值 18.1%，终端销售峰值达 23.8 亿元。2) **热毒宁注射液：认可度持续加强，营销优化推动业绩快速修复。**公司营销优化下过往丢失覆盖医院修复持续推进，我们认为热毒宁注射液 22-24 年有望以 35%/30%/20% 的增速增长，销售收入于 25 年重回 10 亿级体量。

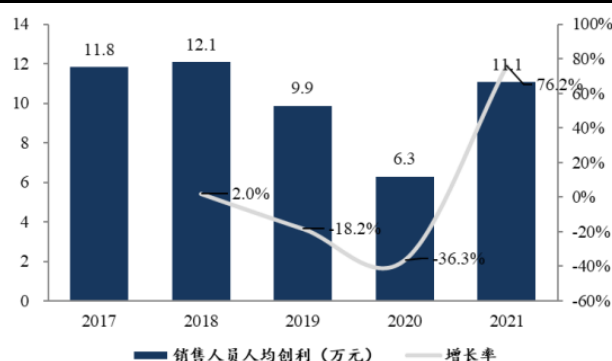
未来的康缘：研发优势在销售改革下有望不断转化为销售强势。1) **经销体系上：采取学术推广+经销代理双轮驱动。**从 2005 年至今，公司进行了多次销售改革，逐步建立一个高效高质的销售体系，以学术推广为主，辅以招商代理模式，双轮驱动，为公司产品的院内推广提供助力。2) **产品线管理上：建立主管负责制，**由各主管组建销售团队，实行医院主管负责制，有利于公司整合销售资源，提升营销效率。同时大区和省区进行协调，由大区层面进行指标设定，再由省区决定产品是否分线以及分线细节。3) **人员管理上：淘汰末位人员，加强激励机制。**从 2019 年开始，公司着手淘汰末尾销售人员，优化人员结构。销售人员由 2020 年的 4183 人到 2021 年的 2898 人，减少 30.7%，与同行业可比公司平均水平相近。在此背景下，销售人员人均创收以及人均创利均有较大幅度的增长，2021 年公司销售人员人均创收已达 126 万元，同比增长 73.7%，已超过疫情前水平；2021 年人均创利同样大幅提升 76.2%，达到 11.1 万元

图 3：2017-2021 年康缘药业销售人员人均创收



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 4：2017-2021 年康缘药业销售人员人均创利



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

投资建议：考虑到公司的产品储备丰富，且临床效果认可度高，同时营销改革不断深化下有望将公司的研发优势转化为销售成果，我们预计公司 2022-2024E 归母净利润分别为 4/5.15/6.44 亿元，对应当前股价 PE 分别为 29/23/18 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品研发注册不及预期风险，新老产品院内推广不及预期风险，政策重大变更风险，市场竞争加剧风险。

康缘药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,874	3,614	4,724	5,965	营业收入	3,649	4,374	5,604	7,033
现金	1,113	982	1,753	1,898	减:营业成本	1,025	1,221	1,548	1,941
应收账款	1,382	2,048	2,349	3,191	营业税金及附加	61	70	90	113
存货	338	543	575	827	销售费用	1,583	1,881	2,410	3,024
其他流动资产	40	41	47	49	管理费用	162	197	252	317
非流动资产	3,144	2,972	2,801	2,629	研发费用	499	612	801	1,037
长期股权投资	4	4	4	4	财务费用	8	-17	-18	-42
固定资产	2,450	2,308	2,167	2,025	资产减值损失	-2	0	0	0
在建工程	83	83	83	83	加:投资净收益	4	0	0	0
无形资产	283	253	223	193	其他收益	34	44	56	70
其他非流动资产	324	324	324	324	资产处置收益	1	0	0	0
资产总计	6,018	6,587	7,525	8,594	营业利润	351	454	576	714
流动负债	1,453	1,617	2,035	2,454	加:营业外净收支	-23	-29	-29	-29
短期借款	235	135	85	85	利润总额	328	425	547	685
应付账款	360	386	560	626	减:所得税费用	4	21	27	34
其他流动负债	858	1,097	1,390	1,743	减:少数股东损益	4	4	5	7
非流动负债	92	92	92	92	归属母公司净利润	321	400	515	644
长期借款	0	0	0	0	EBIT	354	437	559	672
其他非流动负债	92	92	92	92	EBITDA	545	609	730	843
负债合计	1,545	1,710	2,128	2,546	重要财务与估值指标				
少数股东权益	168	172	178	184	每股收益(元)	0.55	0.68	0.88	1.10
归属母公司股东权益	4,304	4,704	5,219	5,863	每股净资产(元)	7.26	8.05	8.93	10.03
负债和股东权益	6,018	6,587	7,525	8,594	发行在外股份(百万股)	585	585	585	585
现金流量表 (百万元)					ROIC(%)	7.35	8.55	10.12	10.99
经营活动现金流	908	8	857	179	ROE-摊薄(%)	7.45	8.50	9.87	10.99
投资活动现金流	-297	-29	-29	-29	毛利率(%)	71.91	72.10	72.37	72.40
筹资活动现金流	-443	-111	-57	-5	归母净利率(%)	8.79	9.14	9.19	9.16
现金净增加额	169	-132	771	145	资产负债率(%)	25.68	25.96	28.28	29.63
折旧和摊销	191	172	172	172	收入增长率(%)	20.34	19.89	28.12	25.51
资本开支	-142	-29	-29	-29	归母净利润增长率(%)	21.92	24.78	28.73	25.12
营运资本变动	385	-607	129	-678	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.26	29.06	22.57	18.04
					P/B(现价)	2.74	2.47	2.23	1.98

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

