

2023年07月18日

康缘药业（600557.SH）

公司快报

医药 | 中成药III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2023-07-18)

20.35 元

交易数据

总市值（百万元）	11,896.57
流通市值（百万元）	11,730.33
总股本（百万股）	584.60
流通股本（百万股）	576.43
12个月价格区间	32.20/12.45

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.19	-28.09	53.69
绝对收益	-18.92	-35.19	44.43

分析师

周平

 SAC 执业证书编号：S0910523020001
 zhouping@huajinsc.cn

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号：S0910523060001
 zhaoningda@huajinsc.cn

相关报告

康缘药业：业绩快速增长，中药创新药管线丰富-康缘药业（600557） 2023.3.17

2023H1 高增长态势延续，非注射剂业务待发力

投资要点

- ◆ **2023H1 业绩延续高增长。**公司发布 2023 年半年度报告：2023H1，公司实现营业收入 25.53 亿元（+21.74%），归母净利润 2.76 亿元（+30.60%），扣非归母净利润 2.63 亿元（+29.93%）。其中 2023Q2，公司实现营业收入 12.01 亿元（+17.98%），归母净利润 1.35 亿元（+33.66%），扣非归母净利润 1.24 亿元（+30.53%）。
- ◆ **注射剂表现亮眼，非注射剂业务待持续发力。**注射剂业务受益于热毒宁注射液销量增加，2023H1 实现营业收入 11.59 亿元（+53.93%）。非注射剂业务 2023H1 实现营业收入 13.79 亿元（+4.15%），其中杏贝止咳颗粒快速放量，带动颗粒剂、冲剂 2023H1 实现营业收入 1.91 亿元（+99.56%）；胶囊及口服液分别实现营业收入 4.61 亿元（-7.45%）及 4.23 亿元（-2.71%），对业绩增速有所拖累。考虑到股权激励计划解禁指标中 2023 非注射剂业务营收增速不低于 23%；且金振口服液作为独家基药品种，儿科品牌持续打响，2023H2 该板块有望持续发力，实现放量发展。2023H1 各产品毛利率均有所提升，带动公司毛利率同比增加 3.21pct 至 75.10%。
- ◆ **研发实力雄厚，强研发投入铸就丰富在研管线。**公司现有 46 个中药独家品种，其中独家医保品种 24 个，独家基药品种 6 个。公司持续加大研发投入，2023H1 研发费用 3.63 亿元（+31.02%），研发费用率 14.24%（+1.01pct）。已上市产品有序推进循证建设；在研管线以中药创新为主体，统筹推进化学药及生物药，其中中药 2 个品种申报生产（JC 颗粒、FZJD 颗粒）、2 个品种处于临床 III 期（SPPY 颗粒、LWDHGTP 片）、1 个产品获批临床（梔黄贴膏），化学药及生物药近 10 个产品在研。
- ◆ **持续加大营销力度，着力提升营销质量。**2023H1 销售费用 10.89 亿元（+26.32%），销售费用率 42.64%（+1.54pct）。销售队伍建设方面，推行完善主管制，加强营销人员培训，2023H1 开展培训 50 场次，覆盖人员 8689 人次。2023H1 各地区营收维持多点开花，其中东北及西北地区快速放量，营收增速分别达到 60.46% 及 48.39%。
- ◆ **投资建议：**公司作为推动中药现代化的行业领军型企业，中药独家、基药品种众多，核心品种集群发展，在研管线持续推进，业绩延续高增长，看好公司长期健康发展。我们维持原有业绩预期，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.50/6.96/8.43 亿元，增速分别为 27%/27%/21%，对应 PE 分别为 22/17/14 倍。维持买入评级。
- ◆ **风险提示：**产品研发失败风险；销售不及预期风险；产品集采降价风险等。

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	5,363	6,460	7,478
YoY(%)	20.3	19.2	23.3	20.5	15.8
净利润(百万元)	321	434	550	696	843
YoY(%)	21.9	35.5	26.7	26.6	21.0
毛利率(%)	71.9	72.1	72.8	73.0	73.0
EPS(摊薄/元)	0.55	0.74	0.94	1.19	1.44
ROE(%)	7.3	9.0	10.4	11.9	12.8
P/E(倍)	37.1	27.4	21.6	17.1	14.1
P/B(倍)	2.8	2.5	2.3	2.1	1.8
净利率(%)	8.8	10.0	10.3	10.8	11.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

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
流动资产	2874	3730	3750	4453	4869
现金	937	1601	1015	1638	1611
应收票据及应收账款	732	728	1072	1096	1413
预付账款	32	61	54	84	76
存货	338	343	476	503	630
其他流动资产	834	997	1134	1132	1139
非流动资产	3144	3066	3554	4004	4370
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	2450	2409	2844	3293	3664
无形资产	434	398	458	464	467
其他非流动资产	256	255	247	242	235
资产总计	6018	6796	7304	8457	9239
流动负债	1453	1781	1858	2431	2485
短期借款	235	0	0	0	0
应付票据及应付账款	360	373	508	546	674
其他流动负债	859	1408	1350	1885	1811
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	1939	2512	2565
少数股东权益	168	180	189	201	216
股本	593	585	585	585	585
资本公积	172	98	98	98	98
留存收益	3720	4136	4641	5280	6032
归属母公司股东权益	4304	4754	5176	5744	6458
负债和股东权益	6018	6796	7304	8457	9239

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	908	996	363	1452	758
净利润	324	442	560	708	857
折旧摊销	191	193	193	230	268
财务费用	8	-9	14	25	26
投资损失	-4	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	385	361	-400	493	-389
其他经营现金流	4	12	0	0	0
投资活动现金流	-297	-164	-807	-676	-630
筹资活动现金流	-443	-168	-143	-153	-155

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.55	0.74	0.94	1.19	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.55	1.70	0.62	2.48	1.30
每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.13	8.85	9.83	11.05

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3649	4351	5363	6460	7478
营业成本	1025	1214	1459	1745	2021
营业税金及附加	61	73	91	110	127
营业费用	1583	1868	2279	2713	3103
管理费用	162	190	241	291	336
研发费用	499	606	751	904	1047
财务费用	8	-9	14	25	26
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
营业利润	351	455	575	726	876
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	23	12	10	10	10
利润总额	328	446	565	716	866
所得税	4	4	6	7	9
税后利润	324	442	560	708	857
少数股东损益	4	7	9	12	14
归属母公司净利润	321	434	550	696	843
EBITDA	505	591	719	906	1085

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.3	19.2	23.3	20.5	15.8
营业利润(%)	-0.1	29.6	26.5	26.1	20.7
归属于母公司净利润(%)	21.9	35.5	26.7	26.6	21.0
获利能力					
毛利率(%)	71.9	72.1	72.8	73.0	73.0
净利率(%)	8.8	10.0	10.3	10.8	11.3
ROE(%)	7.3	9.0	10.4	11.9	12.8
ROIC(%)	6.8	8.3	10.1	11.6	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	25.7	27.4	26.5	29.7	27.8
流动比率	2.0	2.1	2.0	1.8	2.0
速动比率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
营运能力					
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	6.0	6.0	6.0
应付账款周转率	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3
估值比率					
P/E	37.1	27.4	21.6	17.1	14.1
P/B	2.8	2.5	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	22.1	17.4	15.0	11.2	9.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平、赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn