

非注射剂 Q3 业绩承压，各剂型毛利率全面提高

——康缘药业（600557）点评报告

买入（维持）

2023 年 10 月 27 日

报告关键要素：

公司 10 月 26 日发布三季报。

第三季度，公司实现营收 9.53 亿元（-8.31%），归母净利润 0.74 亿元（+5.11%），扣非归母净利润 0.55 亿元（-10.47%）；

前三季度，公司实现营收 34.96 亿元（+11.86%），归母净利润 3.50 亿元（+24.24%），扣非归母净利润 3.17 亿元（+20.54%），经营性现金流净额 7.74 亿元（+26.32%）。

投资要点：

● 大单品热毒宁注射液 Q3 高增长

注射剂前三季度实现收入 15.89 亿元（+48.70%），Q3 实现收入 4.31 亿元（+36.26%），主要系热毒宁注射液销售同比增长所致。2021 年以来，公司热毒宁注射液坚持以恢复存量为主，2022 年公司对热毒宁注射液执行“专人专做”，深度挖掘急诊科室、呼吸科室及住院病房场景的市场潜力，利用热毒宁注射液先后被列入国家发布的第六至第十版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》重型和危重型患者推荐用药的机会，提升市场份额。

● 金振口服液和多个二线品种 Q3 承压

口服液前三季度实现收入 5.41 亿元（-24.33%），Q3 实现收入 1.18 亿元（-57.92%），主要系金振口服液销售同比下降所致；胶囊剂 Q3 业绩同比基本持平；片剂/颗粒剂、冲剂/贴剂/凝胶剂 Q3 同比分别为-14.62%、-7.79%、-30.64%、-40.77%，前三季度同比分别为-1.93%、57.41%、-10.30%、-18.45%。三季度学术推广受影响，多个剂型业绩承压。

● 在研管线持续丰富

公司前三季度研发费用投入 5.10 亿元，研发费用率为 14.59%（同比增加 0.60 个百分点）。Q3 在研管线更新：1、2023 年 8 月，KYS202002A 注射液成人系统性红斑狼疮适应症《药物临床试验批准通知书》。KYS202002A 是由公司开发的一种全人源抗 CD38 单克隆抗体，公司拥有该新药独立完整的知识产权。该新药前期已在中国、美国获得复发和难

基础数据

总股本（百万股）	584.60
流通A股（百万股）	578.50
收盘价（元）	15.89
总市值（亿元）	92.89
流通A股市值（亿元）	91.92

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

注射剂、颗粒剂、冲剂收入大幅增长，各剂型产品线毛利率实现正增长

创新赋能，独家品种有望受益于销售组织架构优化持续放量

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4350.87	4776.60	5551.62	6484.44
增长率(%)	19.25	9.78	16.23	16.80
归母净利润(百万元)	434.47	538.60	645.22	768.42
增长率(%)	35.54	23.97	19.79	19.10
每股收益(元)	0.74	0.92	1.10	1.31
市盈率(倍)	21.38	17.25	14.40	12.09
市净率(倍)	1.95	1.79	1.59	1.41

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

治性多发性骨髓瘤适应症临床研究许可,本次新增获得了成人系统性红斑狼疮临床研究许可。2) 2023年9月以来,公司分别收到了乌鳖还闰颗粒、小儿佛芍和中颗粒、小儿健脾颗粒《药物临床试验批准通知书》。

● 前三季度各剂型毛利率全面提高

公司收入占比靠前几类剂型 Q3 毛利率均有提升,注射液/胶囊/口服液/片丸剂分别提升 0.21、10.04、2.00、8.96 个百分点,颗粒剂、冲剂/贴剂/凝胶剂分别下降 4.78、0.43、1.70 个百分点;从前三季度数据看,所有剂型毛利率均实现不同程度的提高。整体来看,前三季度实现毛利率 73.88%,同比提高 2.89 个百分点。

公司前三季度销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 42.43% (同比增加 1.32 个百分点)、4.28% (同比增加 0.37 个百分点)、-0.44% (同比减少 0.27 个百分点);前三季度经营活动产生的现金流量净额 7.74 亿元,同比增长 26.32%。

盈利预测与投资建议: 公司是中药创新龙头企业,产品储备丰厚,独家基药和独家医保品种数量众多,考虑到医疗反腐影响院内市场学术推广等活动,调整盈利预测,2023/2024/2025 年营业收入分别为 47.77 亿元/55.52 亿元/64.84 亿元(调整前为 52.83 亿元/63.42 亿元/75.96 亿元),对应归母净利润为 5.39 亿元/6.45 亿元/7.68 亿元(调整前为 5.69 亿元/6.45 亿元/7.31 亿元),对应 EPS0.92 元/股、1.10 元/股、1.31 元/股,对应 PE 为 17.25/14.40/12.09 (对应 2023 年 10 月 26 日收盘价 15.89 元)。基于公司是中药创新药龙头,具备长期增长潜力,预计公司未来将保持持续增长,维持“买入”评级。

风险因素: 政策变化风险、产品质量控制风险、研发不达预期风险、药品市场准入风险

利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4351	4777	5552	6484
同比增速 (%)	19.25	9.78	16.23	16.80
营业成本	1214	1241	1449	1697
毛利	3137	3535	4103	4787
营业收入 (%)	72.10	74.01	73.90	73.83
税金及附加	73	79	92	108
营业收入 (%)	1.68	1.65	1.66	1.66
销售费用	1868	2054	2359	2723
营业收入 (%)	42.93	43.00	42.50	42.00
管理费用	190	205	233	266
营业收入 (%)	4.36	4.30	4.20	4.10
研发费用	606	683	822	992
营业收入 (%)	13.92	14.30	14.80	15.30
财务费用	-9	-21	-29	-44
营业收入 (%)	-0.20	-0.44	-0.52	-0.68
资产减值损失	1	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	42	49	55	64
投资收益	4	5	6	6
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	2
营业利润	455	590	687	814
营业收入 (%)	10.45	12.35	12.37	12.56
营业外收支	-9	-30	-20	-20
利润总额	446	560	666	795
营业收入 (%)	10.24	11.73	12.00	12.25
所得税费用	4	11	10	12
净利润	442	549	656	782
营业收入 (%)	10.16	11.50	11.82	12.06
归属于母公司的净利润	434	539	645	768
同比增速 (%)	35.54	23.97	19.79	19.10
少数股东损益	7	10	11	14
EPS（元/股）	0.74	0.92	1.10	1.31

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.74	0.92	1.10	1.31
BVPS	8.13	8.87	9.98	11.29
PE	21.38	17.25	14.40	12.09
PEG	0.60	0.72	0.73	0.63
PB	1.95	1.79	1.59	1.41
EV/EBITDA	14.79	10.52	8.41	6.51
ROE	9.14%	10.38%	11.06%	11.64%
ROIC	8.83%	10.27%	11.29%	12.10%

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1601	1348	1811	2374
交易性金融资产	170	226	292	294
应收票据及应收账款	728	970	1059	1238
存货	343	407	453	531
预付款项	61	57	65	78
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	827	960	1076	1238
流动资产合计	3730	3969	4756	5754
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	2409	2416	2378	2343
在建工程	99	72	76	72
无形资产	231	190	142	96
商誉	59	59	59	59
递延所得税资产	16	27	27	27
其他非流动资产	248	226	224	223
资产总计	6796	6964	7667	8579
短期借款	0	-235	-472	-708
应付票据及应付账款	373	407	471	548
预收账款	0	0	0	0
合同负债	215	136	177	218
应付职工薪酬	39	36	42	50
应交税费	92	80	99	117
其他流动负债	1061	848	765	750
流动负债合计	1781	1507	1554	1683
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	81	79	79	79
负债合计	1862	1586	1632	1762
归属于母公司的所有者权益	4754	5188	5833	6602
少数股东权益	180	190	202	215
股东权益	4934	5378	6035	6817
负债及股东权益	6796	6964	7667	8579

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	996	275	876	904
投资	21	-56	-66	-2
资本性支出	-189	-161	-133	-136
其他	4	26	8	8
投资活动现金流净额	-164	-192	-191	-130
债权融资	-235	0	0	0
股权融资	69	24	0	0
银行贷款增加（减少）	0	-235	-238	-236
筹资成本	-2	-124	15	26
其他	0	-2	0	0
筹资活动现金流净额	-168	-336	-222	-210
现金净流量	664	-253	463	564

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场