

康缘药业（600557.SH）——2023 年三季报点评

三季度业绩承压，研发驱动长期增长

买入

核心观点

2023Q3 收入端小幅下滑，利润端仍保持稳健增长。2023 年前三季度公司实现营收 34.96 亿元（同比+11.86%），归母净利润 3.50 亿元（同比+24.24%），扣非归母净利润 3.17 亿元（同比+20.53%），收入、利润均实现稳健增长。其中，三季度单季营收 9.43 亿元（同比-8.31%），归母净利润 0.74 亿元（同比+5.11%），扣非归母净利润 0.55 亿元（同比-10.47%），扣非归母净利润增速与收入端增速基本同步。

分业务情况：注射液、颗粒剂/冲剂势头强劲，口服液下滑明显。2023 年前三季度公司注射液实现收入 15.89 亿元（+48.70%），胶囊实现收入 6.63 亿元（-5.26%），口服液实现收入 5.41 亿元（-24.33%），片丸剂实现收入 2.60 亿元（-1.93%），颗粒剂/冲剂实现收入 2.48 亿元（+57.41%），贴剂实现收入 1.55 亿元（-10.30%），凝胶剂实现收入 0.17 亿元（-18.45%）。

研发费用率保持稳定，投入已见成效。2023 年前三季度研发费用 5.10 亿元，同比上升 16.67%，研发费用率 14.59%，较去年同期上升 0.67pp。研发投入已见成效：生物药方面，2023 年 8 月公司产品 KYS202002A 注射液成人系统性红斑狼疮适应症获批临床；中药方面，2023Q3 公司乌鳖还胃颗粒、小儿佛芍和中颗粒、小儿健脾颗粒多个产品获批临床。

聚焦中医优势领域，研发布局与销售模式有效互动。公司主要产品线聚焦呼吸与感染、妇科、心脑血管、骨伤科等中医优势领域。同时，在化学药、生物药领域力争在重大疾病及其它与公司销售模式相适应的疾病领域实现创新药物研发的突破。公司采取三位一体的销售模式，通过学术推广提高医药产品的知名度和医生的认可度，招商代理扩大产品的市占率，普药助销完成面向终端的市场分销。

投资建议：公司短期业绩承压，但研发势头持续强劲，长期业绩有望保持稳健增长，给予“买入”评级。

受政策端影响，2023 年三季度公司业绩出现一定波动，下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 4.82/5.62/6.77 亿元（原值 5.62/6.93/8.61 亿元），同比增长 11.0%/16.6%/20.4%（原值同比增长 29.4%/23.2%/24.2%），公司持续加强研发投入，保证产品研发质量、完善销售模式，实现研发、生产、销售全方位布局，有望保持稳定增长。

风险提示：研发推进不及预期；集采控费超预期；中药注射剂政策风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,649	4,351	5,059	5,730	6,481
(+/-%)	20.3%	19.2%	16.3%	13.3%	13.1%
净利润(百万元)	321	434	482	562	677
(+/-%)	21.9%	35.5%	11.0%	16.6%	20.4%
每股收益(元)	0.54	0.74	0.83	0.96	1.16
EBIT Margin	8.7%	9.2%	10.0%	10.4%	11.3%
净资产收益率(ROE)	7.4%	9.1%	9.3%	9.8%	10.6%
市盈率(PE)	37.0	27.0	24.3	20.8	17.3
EV/EBITDA	26.6	23.0	18.3	16.1	14.1
市净率(PB)	2.76	2.46	2.26	2.05	1.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·中药 II

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

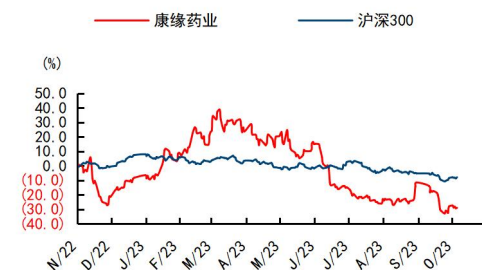
chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	16.72 元
总市值/流通市值	9785/9672 百万元
52 周最高价/最低价	33.71/15.21 元
近 3 个月日均成交额	263.24 百万元

市场走势



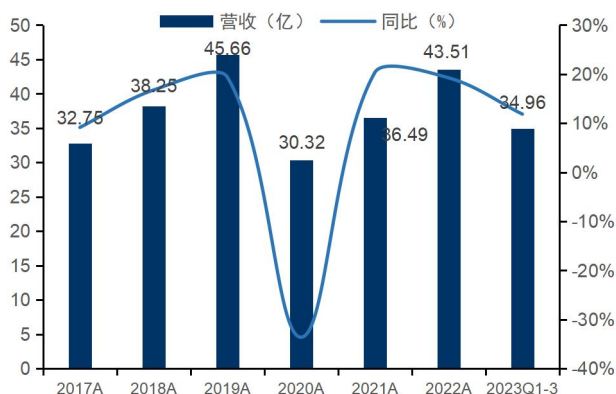
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《康缘药业（600557.SH）——2023 年半年报点评-研发维持动力，业绩稳步增长》——2023-07-28

2023Q3 收入端小幅下滑，利润端仍保持稳健增长。2023 年前三季度公司实现营收 34.96 亿元（同比+11.86%），归母净利润 3.50 亿元（同比+24.24%），扣非归母净利润 3.17 亿元（同比+20.53%），收入、利润均实现稳健增长。其中，三季度单季营收 9.43 亿元（同比-8.31%），归母净利润 0.74 亿元（同比+5.11%），扣非归母净利润 0.55 亿元（同比-10.47%），扣非归母净利润增速与收入端增速基本同步。

图1：康缘药业营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：康缘药业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



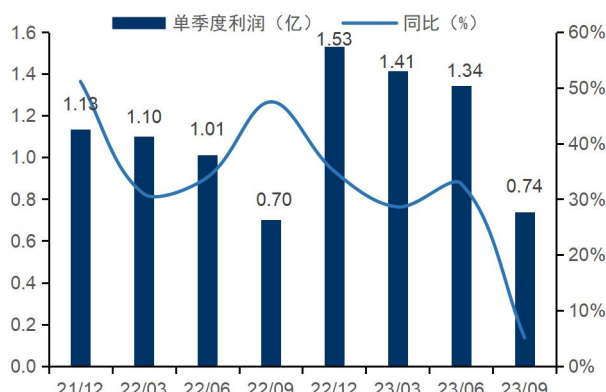
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：康缘药业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：康缘药业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

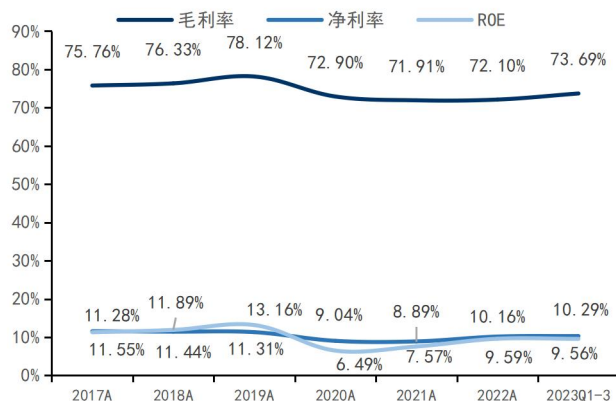


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

分业务情况：注射液、颗粒剂/冲剂势头强劲。2023 年前三季度，公司注射液实现收入 15.89 亿元（+48.70%），胶囊实现收入 6.63 亿元（-5.26%），口服液实现收入 5.41 亿元（-24.33%），片丸剂实现收入 2.60 亿元（-1.93%），颗粒剂/冲剂实现收入 2.48 亿元（+57.41%），贴剂实现收入 1.55 亿元（-10.30%），凝胶剂实现收入 0.17 亿元（-18.45%）。整体来看，公司注射液、颗粒剂/冲剂增长势头强劲，口服液下滑明显。

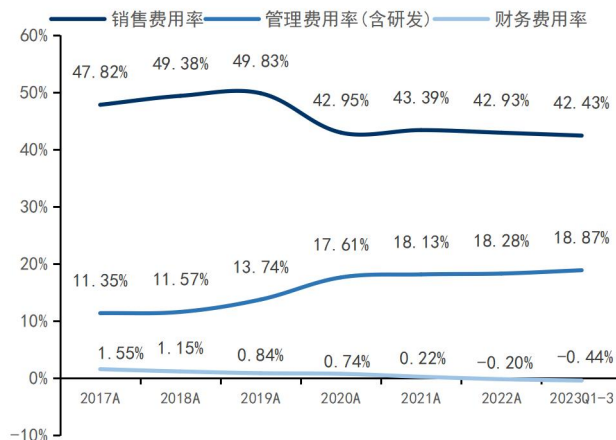
毛利率稳中有升，财务费用率持续降低。2023 年前三季度公司毛利率 73.69%（同比+2.98pp），净利率 10.29%（同比+1.20pp）。2023 年前三季度销售费用率 42.43%，较去年同期上升 1.33pp，主要系补齐销售短板投入较大所致；管理费用率 18.87%，较去年同期上升 0.98pp；财务费用率-0.44%，较去年同期下降 0.27pp，目前公司已无银行借款，同时银行存款产生利息收入。

图5: 康缘药业利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 康缘药业三费率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发费用率保持稳定, 投入已见成效。2023 年前三季度研发费用 5.10 亿元, 同比上升 16.67%, 研发费用率 14.59%, 较去年同期上升 0.67pp。研发投入已见成效: 生物药方面, 2023 年 8 月公司产品 KYS202002A 注射液成人系统性红斑狼疮适应症获批临床; 中药方面, 2023Q3 公司乌鳖还胃颗粒、小儿佛芍和中颗粒、小儿健脾颗粒多个产品获批临床。

图7: 康缘药业研发费用情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 康缘药业单季度研发费用情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

聚焦中医优势领域, 研发布局与销售模式有效互动。公司目前主要产品线聚焦呼吸与感染疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。同时, 在化学药、生物药领域立足“创新为主, 仿制为辅”的理念, 力争在重大疾病以及其它与公司销售模式相适应的疾病领域实现创新药物研发的突破。公司采取“专业学术推广、招商代理及普药助销”三位一体的销售模式, 通过学术推广提高公司医药产品的知名度和医生的认可度, 招商代理扩大产品的市场占有率, 普药助销完成面向终端的市场分销工作。

投资建议: 公司短期业绩承压, 但研发势头持续强劲, 长期业绩有望保持稳健增长, 给予“买入”评级。

受政策端影响, 2023 年三季度公司业绩出现一定波动, 下调公司盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 4.82/5.62/6.77 亿元 (原值 5.62/6.93/8.61 亿元),

同比增长 11.0%/16.6%/20.4%（原值同比增长 29.4%/23.2%/24.2%），公司持续加强研发投入，保证产品研发质量、完善销售模式，实现研发、生产、销售全方位布局，有望保持稳定增长。

风险提示：研发推进不及预期；集采控费超预期；中药注射剂政策风险。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（元）	总市值 （亿元）	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		2023/11/04		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(23E)	
600557.SH	康缘药业	16.72	98	0.74	0.82	0.96	1.16	22.5	20.3	17.4	14.5	9.6	1.3	买入
000999.SZ	华润三九	43.17	427	2.48	3.06	3.53	4.04	17.4	14.1	12.2	10.7	15.2	0.8	买入
600535.SH	天士力	14.68	220	(0.17)	0.69	0.80	0.90	(85.8)	21.4	18.4	16.2	-2.0	(0.1)	无

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：天士力盈利预测为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	937	1601	1841	2353	3024	营业收入	3649	4351	5059	5730	6481
应收款项	744	738	1166	1154	1300	营业成本	1025	1214	1391	1578	1764
存货净额	338	343	479	496	556	营业税金及附加	61	73	82	95	107
其他流动资产	679	878	1083	1149	1332	销售费用	1583	1868	2150	2424	2722
流动资产合计	2874	3730	4739	5322	6382	管理费用	162	190	222	244	268
固定资产	2533	2508	2451	2378	2300	研发费用	499	606	706	791	888
无形资产及其他	283	231	222	213	203	财务费用	8	(9)	(34)	(40)	(61)
投资性房地产	324	323	323	323	323	投资收益	4	4	4	4	4
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	1	1	2	1	1
资产总计	6018	6796	7739	8240	9212	其他收入	(464)	(565)	(698)	(781)	(895)
短期借款及交易性金融负债	234	0	409	158	133	营业利润	351	455	555	653	791
应付款项	360	373	447	508	561	营业外净收支	(23)	(9)	(9)	(9)	(6)
其他流动负债	859	1408	1434	1587	1885	利润总额	328	446	546	644	785
流动负债合计	1453	1781	2289	2253	2579	所得税费用	4	4	55	71	94
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	7	9	11	13
其他长期负债	92	81	76	69	62	归属于母公司净利润	321	434	482	562	677
长期负债合计	92	81	76	69	62	现金流量表（百万元）					
负债合计	1545	1862	2365	2322	2641	净利润	321	434	482	562	677
少数股东权益	168	180	188	198	211	资产减值准备	(3)	1	(0)	0	0
股东权益	4304	4754	5186	5720	6360	折旧摊销	187	190	259	274	287
负债和股东权益总计	6018	6796	7739	8240	9212	公允价值变动损失	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	8	(9)	(34)	(40)	(61)
每股收益	0.54	0.74	0.83	0.96	1.16	营运资本变动	363	355	(675)	136	(44)
每股红利	0.02	0.00	0.09	0.05	0.06	其它	6	6	8	10	12
每股净资产	7.26	8.13	8.87	9.78	10.88	经营活动现金流	873	987	73	981	931
ROIC	7.26%	9.43%	10%	10%	12%	资本开支	0	(134)	(191)	(191)	(198)
ROE	7.45%	9.14%	9%	10%	11%	其它投资现金流	(172)	6	0	0	0
毛利率	72%	72%	72%	72%	73%	投资活动现金流	(172)	(128)	(191)	(191)	(198)
EBIT Margin	9%	9%	10%	10%	11%	权益性融资	0	69	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	15%	15%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	20%	19%	16%	13%	13%	支付股利、利息	(13)	(2)	(51)	(29)	(37)
净利润增长率	22%	36%	11%	17%	20%	其它融资现金流	(506)	(259)	409	(250)	(25)
资产负债率	28%	30%	33%	31%	31%	融资活动现金流	(533)	(195)	358	(279)	(62)
息率	0.1%	0.0%	0.4%	0.2%	0.3%	现金净变动	169	664	240	511	671
P/E	37.0	27.0	24.3	20.8	17.3	货币资金的期初余额	769	937	1601	1841	2353
P/B	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8	货币资金的期末余额	937	1601	1841	2353	3024
EV/EBITDA	26.6	23.0	18.3	16.1	14.1	企业自由现金流	0	808	(150)	751	689
						权益自由现金流	0	550	290	536	717

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032