

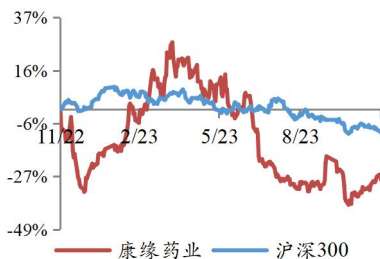
Q3 收入短期承压，注射剂业务表现亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-30

收盘价（元）	18.39
近 12 个月最高/最低（元）	32.70/15.81
总股本（百万股）	585
流通股本（百万股）	578
流通股比例（%）	98.85
总市值（亿元）	108
流通市值（亿元）	106

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】公司点评康缘药业：上半年业绩亮眼，二季度注射剂业务增长稳定 2023-07-12

2.【华安医药】公司点评康缘药业：一季度迎来开门红，期待全年的业绩增长 2023-04-10

主要观点：

事件

2023 年 10 月 26 日，康缘药业发布 2023 年三季度报告。2023 年前三季度，公司实现营业收入 34.96 亿元，同比上升 11.86%；归母净利润 3.50 亿元，同比上升 24.24%；经营性现金流量净额 7.74 亿，同比上升 26.32%。

事件点评

● 23Q3 收入端短期承压，毛利率持续优化

23Q3 营业收入 9.43 亿元，同比下降 8.31%；归母净利润 0.74 亿元，同比增长 5.11%，收入端短期承压。

23 年前三季度公司销售毛利率为 73.69%，同比+2.98 个百分点；销售净利率为 10.29%，同比+1.20 个百分点；销售费用率 42.43%，同比+1.33 个百分点；管理费用率 4.28%，同比+0.37 个百分点；研发费用率 14.59%，同比+0.60 个百分点；财务费用率-0.44%，同比-0.27 个百分点，前三季度毛利率持续优化，盈利能力有所提升。

● 注射剂业务表现亮眼，非注射剂业务有所回落

公司主营业务收入分产品可拆分为注射液收入 15.89 亿元（+48.70%），热毒宁注射液销售额同比增长；口服液收入 5.41 亿元（-24.33%），主要由于金振口服液销售同比下降所致；胶囊收入为 6.63 亿元（-5.26%）；颗粒剂、冲剂收入为 2.48 亿元（+57.41%），杏贝止咳颗粒销售额上升；片丸剂收入为 2.60 亿元（-1.93%）；贴剂收入为 1.55 亿元（-10.30%）；凝胶剂收入 0.18 亿元（-18.45%）。

● 公司研发能力强，产品群优势明显

公司新产品研发持续推进。1.1 类中药创新药梳黄贴膏获得临床试验批准通知书；化学药品 1 类创新药 KY0135 片和 KY1702 胶囊获得临床试验批准通知书；生物药 KYS202002A 注射液复发和难治性多发性骨髓瘤获得中国和美国临床试验批准通知书，2023 年 8 月新增获得国家药品监督管理局签发的成人系统性红斑狼疮临床研究许可。9 月公司分别收到了国家药品监督管理局签发的乌鳖还闰颗粒、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》。

公司产品丰富，基药产品和独家医保产品众多。截至 2023 年上半年公司共计获得药品生产批件 207 个，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，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。

● 投资建议：维持“买入”评级

我们调整了盈利预测，预计公司 2023~2025 年收入分别为 48.3/56.6/65.4 亿元（前值为 54.1/66.5/80.9 亿元），分别同比增长 11.1%/17.1%/15.5%，归母净利润分别为 5.0/6.0/7.4 亿元（前值为

5.5/6.9/8.6 亿元)，分别同比增长 14.4%/20.9%/22.9%，对应估值为 22/18/15X。作为中药创新药的标杆，我们看好公司长远发展，因此我们维持“买入”评级。

● **风险提示**

政策变化风险；产品质量控制风险；研发风险

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4351	4832	5657	6535
收入同比 (%)	19.2%	11.1%	17.1%	15.5%
归属母公司净利润	434	497	601	738
净利润同比 (%)	35.5%	14.4%	20.9%	22.9%
毛利率 (%)	72.1%	72.5%	72.9%	73.2%
ROE (%)	9.1%	9.5%	10.3%	11.2%
每股收益 (元)	0.75	0.85	1.03	1.26
P/E	25.00	21.64	17.90	14.56
P/B	2.31	2.05	1.84	1.63
EV/EBITDA	14.79	12.12	10.34	8.50

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3730	3789	4313	5019	营业收入	4351	4832	5657	6535
现金	1601	1446	1608	1929	营业成本	1214	1331	1533	1748
应收账款	728	809	947	1094	营业税金及附加	73	81	95	110
其他应收款	10	11	13	15	销售费用	1868	2029	2376	2712
预付账款	61	66	76	87	管理费用	190	203	238	274
存货	343	376	433	494	财务费用	-9	0	0	0
其他流动资产	987	1081	1236	1400	资产减值损失	1	-20	-20	-20
非流动资产	3066	3408	3724	4014	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	4	5	6	7
固定资产	2409	2457	2490	2507	营业利润	455	546	656	803
无形资产	231	260	278	287	营业外收入	3	1	1	1
其他非流动资产	421	686	951	1216	营业外支出	12	15	15	15
资产总计	6796	7196	8037	9033	利润总额	446	531	642	789
流动负债	1781	1677	1908	2154	所得税	4	27	32	39
短期借款	0	0	0	0	净利润	442	504	610	750
应付账款	362	401	463	527	少数股东损益	7	8	9	11
其他流动负债	1420	1276	1445	1627	归属母公司净利润	434	497	601	738
非流动负债	81	81	81	81	EBITDA	633	768	884	1037
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.75	0.85	1.03	1.26
其他非流动负债	81	81	81	81					
负债合计	1862	1758	1988	2235					
少数股东权益	180	187	197	208	主要财务比率				
股本	585	585	585	585	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	98	98	98	98	成长能力				
留存收益	4071	4568	5169	5907	营业收入	19.2%	11.1%	17.1%	15.5%
归属母公司股东权益	4754	5251	5852	6590	营业利润	29.6%	19.9%	20.2%	22.4%
负债和股东权益	6796	7196	8037	9033	归属于母公司净利	35.5%	14.4%	20.9%	22.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	72.1%	72.5%	72.9%	73.2%
					净利率 (%)	10.0%	10.3%	10.6%	11.3%
					ROE (%)	9.1%	9.5%	10.3%	11.2%
					ROIC (%)	8.8%	8.9%	9.6%	10.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	27.4%	24.4%	24.7%	24.7%
					净负债比率 (%)	37.7%	32.3%	32.9%	32.9%
					流动比率	2.09	2.26	2.26	2.33
					速动比率	1.87	2.00	1.99	2.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.67	0.70	0.72
					应收账款周转率	5.97	5.97	5.97	5.97
					应付账款周转率	3.36	3.32	3.32	3.32
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.75	0.85	1.03	1.26
					每股经营现金流(薄)	1.70	1.00	1.52	1.77
					每股净资产	8.13	8.98	10.01	11.27
					估值比率				
					P/E	25.00	21.64	17.90	14.56
					P/B	2.31	2.05	1.84	1.63
					EV/EBITDA	14.79	12.12	10.34	8.50

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。