

康缘药业 (600557.SH) 热毒宁注射剂贡献亮眼业绩，营销改革持续破局

2024年03月11日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

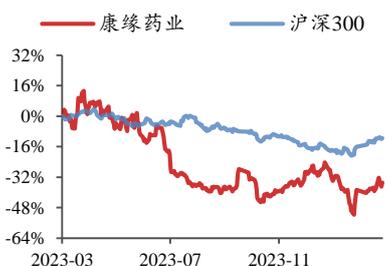
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/3/8
当前股价(元)	18.79
一年最高最低(元)	33.71/13.36
总市值(亿元)	109.87
流通市值(亿元)	108.70
总股本(亿股)	5.85
流通股本(亿股)	5.78
近3个月换手率(%)	118.24

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《热毒宁注射液 Q2 保持快速增长，盈利能力稳健——公司信息更新报告》
-2023.7.13

《2023Q1 收入稳健增长，盈利能力略有提升——公司信息更新报告》
-2023.4.8

● 营收利润稳健、高质量增长，维持“买入”评级

公司 2023 年实现营收 48.68 亿元（同比+11.88%，下文皆为同比口径）；归母净利润 5.37 亿元（+23.54%）；扣非归母净利润 4.99 亿元（+26.47%）。从盈利能力来看，2023 年毛利率为 74.27%（+2.17pct），净利率为 11.24%（+1.08pct）。从费用端来看，2023 年销售费用率为 39.74%（-3.14pct）；管理费用率为 7.13%（+2.77pct）；研发费用率为 15.85%（+1.93pct）；财务费用率为 -0.47%（-0.27pct）。我们看好公司创新药产品管线研发布局，维持 2024-2025 年并新增 2026 年归母净利润预测，预计分别为 6.56、8.00、9.59 亿元，EPS 分别为 1.12、1.37、1.64 元/股，当前股价对应 PE 分别为 16.8、13.7、11.5 倍，维持“买入”评级。

● 注射液和颗粒剂/冲剂营收增长亮眼，且毛利率进一步提升

分产品来看，2023 年公司注射液营收 21.74 亿元（+49.80%），胶囊营收 8.88 亿元（+1.70%），口服液营收 8.64 亿元（-22.99%），片丸剂营收 3.51 亿元（+3.68%），颗粒剂/冲剂营收 3.28 亿元（+16.82%），贴剂营收 2.11 亿元（-6.55%），凝胶剂营收 0.24 亿元（-26.07%）。其中注射剂营收快速增长主要系报告期内热毒宁注射液销售额增长所致。此外，2023 年营收增长较快速的注射液和颗粒剂/冲剂产品的毛利率进一步提升，分别达 73.63%（+0.02pct）和 76.09%（+8.14pct）。

● 营销改革破局，研发创新持续赋能产业发展

营销方面，公司聚焦并逐步解决分线、分层、市场产品规划不到位等制约营销发展的核心问题，以品种考核为基础、过程管理为抓手，加强团队管理；同时积极围绕核心品种进行循证研究，以学术助推营销，提升品牌价值。研发方面，公司持续优化创新药产品结构布局，并积极推进在研新品临床实验进程，丰富在研管线储备。中药方面，小儿佛芍和中颗粒、小儿健脾颗粒、梳黄贴膏等 6 个产品均获批临床；生物药方面，KYS202002A 注射液多发性骨髓瘤适应症获得中国 CDE、美国 FDA 临床研究许可，系统性红斑狼疮适应症获得中国 CDE 临床研究许可。

● 风险提示：市场竞争加剧、研发失败风险、产品销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,351	4,868	5,543	6,230	7,102
YOY(%)	19.2	11.9	13.9	12.4	14.0
归母净利润(百万元)	434	537	656	800	959
YOY(%)	35.5	23.5	22.2	22.0	19.9
毛利率(%)	72.1	74.3	74.4	74.8	75.3
净利率(%)	10.0	11.0	11.8	12.8	13.5
ROE(%)	9.0	10.2	11.1	11.9	12.6
EPS(摊薄/元)	0.74	0.92	1.12	1.37	1.64
P/E(倍)	25.3	20.5	16.8	13.7	11.5
P/B(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3730	4050	4355	5072	5897
现金	1601	1969	2792	3549	4213
应收票据及应收账款	728	654	0	0	0
其他应收款	10	5	12	7	14
预付账款	61	29	73	41	89
存货	343	350	436	432	539
其他流动资产	987	1043	1043	1043	1043
非流动资产	3066	3068	3304	3539	3818
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	2409	2281	2594	2903	3258
无形资产	398	369	320	272	213
其他非流动资产	255	414	386	360	343
资产总计	6796	7117	7658	8611	9716
流动负债	1781	1609	1479	1650	1818
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	373	228	0	0	0
其他流动负债	1408	1380	1479	1650	1818
非流动负债	81	128	128	128	128
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	81	128	128	128	128
负债合计	1862	1737	1608	1778	1946
少数股东权益	180	188	203	217	235
股本	585	585	585	585	585
资本公积	98	112	112	112	112
留存收益	4136	4544	5165	5904	6768
归属母公司股东权益	4754	5193	5848	6616	7535
负债和股东权益	6796	7117	7658	8611	9716

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	996	1041	1189	1163	1138
净利润	442	547	670	814	977
折旧摊销	193	191	170	195	224
财务费用	-9	-23	-32	-48	-61
投资损失	-4	-15	-6	-7	-8
营运资金变动	361	344	388	209	6
其他经营现金流	12	-2	-1	-0	-0
投资活动现金流	-164	-540	-399	-422	-494
资本支出	211	297	406	430	503
长期投资	21	-260	-0	-0	-0
其他投资现金流	26	17	7	8	9
筹资活动现金流	-168	-130	32	16	21
短期借款	-235	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-8	0	0	0	0
资本公积增加	-74	14	0	0	0
其他筹资现金流	148	-144	32	16	21
现金净增加额	664	371	822	757	664

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4351	4868	5543	6230	7102
营业成本	1214	1253	1420	1569	1756
营业税金及附加	73	75	88	101	114
营业费用	1868	1937	2106	2358	2677
管理费用	190	347	360	343	320
研发费用	606	772	934	1112	1339
财务费用	-9	-23	-32	-48	-61
资产减值损失	1	-3	0	0	0
其他收益	42	43	40	40	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	15	6	7	8
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	455	564	712	842	1007
营业外收入	3	6	3	3	4
营业外支出	12	19	29	21	20
利润总额	446	551	687	825	990
所得税	4	4	17	11	13
净利润	442	547	670	814	977
少数股东损益	7	10	15	14	18
归属母公司净利润	434	537	656	800	959
EBITDA	591	683	786	926	1099
EPS(元)	0.74	0.92	1.12	1.37	1.64

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	19.2	11.9	13.9	12.4	14.0
营业利润(%)	29.6	24.0	26.4	18.2	19.5
归属于母公司净利润(%)	35.5	23.5	22.2	22.0	19.9
获利能力					
毛利率(%)	72.1	74.3	74.4	74.8	75.3
净利率(%)	10.0	11.0	11.8	12.8	13.5
ROE(%)	9.0	10.2	11.1	11.9	12.6
ROIC(%)	8.2	9.2	10.1	10.7	11.3
偿债能力					
资产负债率(%)	27.4	24.4	21.0	20.7	20.0
净负债比率(%)	-30.8	-34.2	-44.0	-50.1	-52.6
流动比率	2.1	2.5	2.9	3.1	3.2
速动比率	1.8	2.2	2.6	2.7	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	6.0	7.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	4.2	12.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.92	1.12	1.37	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	1.78	2.03	1.99	1.95
每股净资产(最新摊薄)	8.13	8.88	10.00	11.31	12.89
估值比率					
P/E	25.3	20.5	16.8	13.7	11.5
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	16.0	13.0	10.3	7.9	6.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn