

康缘药业 (600557)

2023 年年报点评：利润端表演亮眼，学术转型有望持续拉升业绩 买入 (维持)

2024 年 03 月 12 日

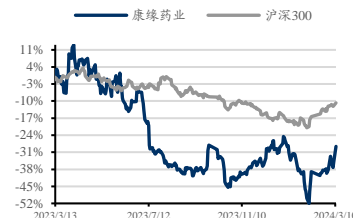
证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4,351	4,868	5,789	6,658	7,563
同比	19.25%	11.88%	18.92%	15.02%	13.59%
归母净利润 (百万元)	434.47	536.73	649.88	783.63	944.49
同比	35.54%	23.54%	21.08%	20.58%	20.53%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.74	0.92	1.11	1.34	1.62
P/E (现价 & 最新摊薄)	27.82	22.52	18.60	15.42	12.80

股价走势



投资要点

- **事件：**2023 全年实现营收 48.68 亿元 (+11.88%，同比，下同)；归母净利润 5.37 亿元 (+23.54%)；扣非归母净利润 4.99 亿元 (+26.47%)；业绩超我们预期。
- **23Q4 利润端表现亮眼，热毒宁持续亮眼。**分季度看，23Q4 公司实现收入 13.72 亿元 (+11.95%)，实现归母净利润 1.87 亿元 (+22.25%)，扣非归母净利润 1.82 亿元 (+38.33%)，单季度归母净利润、扣非归母净利润均达到历史新高。分产品线看，23 年注射液剂型实现收入 21.74 亿元 (+49.8%)，口服剂型中，胶囊剂、口服液剂型、片丸剂、贴剂、颗粒剂及冲剂、凝胶剂分别实现收入 8.88 亿元 (+1.7%)、8.64 亿元 (-23%)、3.51 亿元 (3.7%)、2.11 亿元 (-6.6%)、3.28 亿元 (+16.8%)、0.24 亿元 (-26.1%)。其中热毒宁销量同比增加 90.9%；
- **研发投入持续加强，学术推广引领新增长：**23 年公司学术转型赋能效果显著，“潘医生工程”，由全国到区域快速推进，举办多场大型高质量学术会议，创建学习型学术推广模式，助力营销团队专业技能的提升，实现了把康缘独家创新中药的学术信息、临床价值，精准传递给医生。23 年公司研发费用 7.7 亿元 (+27.4%)，研发费用增速快于收入增速，支撑公司在研产品不断落地转化，23 年获批 3.1 类中药新药 1 个，3.2 类中药新药 NDA 阶段一个，pre-NDA 品种 3 个，三期临床 4 个。未来有望持续扩充公司产品梯队。
- **医保目录调整，公司两大核心品种迎来业绩催化：**1. 康缘药业的热毒宁注射液后缀由【限二级及以上医疗机构重症患者】更改为【限二级及以上医疗机构】，医保报销范围大幅度提升，参考清开灵注射液及丹参 2022 年国谈解限后 2023 前三季度样本医院销售额同比分别增长 443% 以及 394%，我们认为热毒宁注射液 24 年有望快速放量，对标竞品喜炎平注射液目前销售体量，还有翻倍空间；2. 银杏二萜内酯葡胺注射液在经历 4 次医保谈判后成功纳入医保常规目录，未来降价风险不再，压制其终端放量的因素消除，考虑到我国心脑血管疾病用药市场广阔，银杏二萜内酯葡胺注射液作为银杏叶制剂的第四代产品，学术证据完善，我们认为 24 年银杏二萜内酯葡胺注射液同样有望快速放量，对标悦康通目前销售体量，还有翻倍以上空间。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司为我国中药创新龙头，长期发展向好，短期内有中药注射剂解限等提振业绩。我们将公司 2024-2025 年归母净利润由 5.8/7 亿元上调至 6.5/7.8 亿元，预计 2026 年公司归母净利润为 9.4 亿元当前市值对应 PE 为 19/15/13X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策发生重大变更风险，产品销售推广不及预期风险等。

市场数据

收盘价(元)	20.67
一年最低/最高价	13.36/33.71
市净率(倍)	2.33
流通 A 股市值(百万元)	11,957.54
总市值(百万元)	12,086.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.88
资产负债率(% LF)	24.40
总股本(百万股)	584.75
流通 A 股(百万股)	578.50

相关研究

《康缘药业(600557)：支原体肺炎持续高发，金振口服液学术证据完善获专家共识等推荐有望提振业绩》

2023-11-26

《康缘药业(600557)：2023 三季报点评：业绩符合预期，非注射剂型短期内业绩承压》

2023-10-26

康缘药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,050	5,482	6,267	7,961	营业总收入	4,868	5,789	6,658	7,563
货币资金及交易性金融资产	2,429	1,551	3,283	3,126	营业成本(含金融类)	1,253	1,493	1,714	1,930
经营性应收款项	1,125	3,036	2,324	3,779	税金及附加	75	93	107	121
存货	350	728	510	884	销售费用	1,937	2,452	2,796	3,176
合同资产	0	0	0	0	管理费用	347	318	336	378
其他流动资产	146	167	151	172	研发费用	772	868	985	1,134
非流动资产	3,068	2,894	2,720	2,545	财务费用	(23)	(59)	(33)	(85)
长期股权投资	4	4	4	4	加:其他收益	43	58	67	76
固定资产及使用权资产	2,281	2,137	1,993	1,849	投资净收益	15	0	0	0
在建工程	227	227	227	227	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	197	167	137	107	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	59	59	59	59	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	14	14	14	14	营业利润	564	682	819	983
其他非流动资产	285	285	285	285	营业外净收支	(13)	(19)	(19)	(19)
资产总计	7,117	8,375	8,987	10,507	利润总额	551	663	800	964
流动负债	1,609	2,224	2,044	2,610	减:所得税	4	7	8	10
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	547	656	792	954
经营性应付款项	228	684	364	816	减:少数股东损益	10	7	8	10
合同负债	25	224	171	97	归属母公司净利润	537	650	784	944
其他流动负债	1,355	1,317	1,509	1,698	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.92	1.11	1.34	1.62
非流动负债	128	128	128	128	EBIT	531	623	786	898
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	721	797	960	1,072
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	74.27	74.21	74.25	74.47
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	11.03	11.23	11.77	12.49
其他非流动负债	128	128	128	128	收入增长率(%)	11.88	18.92	15.02	13.59
负债合计	1,737	2,353	2,173	2,738	归母净利润增长率(%)	23.54	21.08	20.58	20.53
归属母公司股东权益	5,193	5,829	6,612	7,557					
少数股东权益	188	194	202	212					
所有者权益合计	5,381	6,023	6,814	7,768					
负债和股东权益	7,117	8,375	8,987	10,507					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,041	(845)	1,751	(138)	每股净资产(元)	8.88	9.97	11.31	12.92
投资活动现金流	(540)	(19)	(19)	(19)	最新发行在外股份(百万股)	585	585	585	585
筹资活动现金流	(130)	(14)	0	0	ROIC(%)	10.22	10.82	12.12	12.19
现金净增加额	371	(878)	1,732	(157)	ROE-摊薄(%)	10.34	11.15	11.85	12.50
折旧和摊销	191	174	174	174	资产负债率(%)	24.40	28.09	24.17	26.06
资本开支	(295)	(19)	(19)	(19)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.52	18.60	15.42	12.80
营运资本变动	344	(1,695)	766	(1,285)	P/B(现价)	2.33	2.07	1.83	1.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

