

信义山证汇通天下

证券研究报告

中成药

康缘药业（600557.SH）

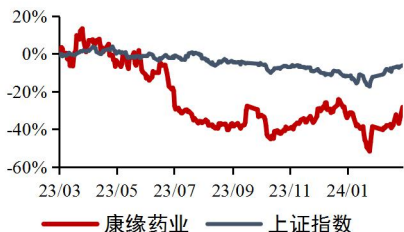
买入-A(维持)

业绩快速增长，运营效率持续提升

2024 年 3 月 12 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 3 月 11 日

收盘价（元）：	20.67
年内最高/最低（元）：	33.71/13.36
流通 A 股/总股本（亿）：	5.78/5.85
流通 A 股市值（亿）：	119.58
总市值（亿）：	120.87

基础数据：2023 年 12 月 31 日

基本每股收益：	0.93
摊薄每股收益：	0.93
每股净资产（元）：	9.20
净资产收益率：	10.17

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

事件描述

- 公司发布 2023 年年报，实现营业收入 48.68 亿元，同比+11.88%；实现归母净利润 5.37 亿元，同比+23.54%，实现扣非归母净利润 4.99 亿元，同比+26.47%。实现 EPS0.93 元，ROE（加权）9.75%。
- 2023Q4 单季度公司实现营业收入 13.72 亿元，同比+11.95%；归母净利润 1.87 亿元，同比+22.25%；扣非归母净利润 1.82 亿元，同比+38.33%。拟 10 派 3.70 元（含税）。

事件点评

- 非注射剂收入下滑，注射剂快速增长。全年公司注射剂品种销售 21.74 亿元，同比增长 49.80%，主要由热毒宁增长带动。医保解限拉动明显，热毒宁销量增长 90.93%。终端去库存导致金振销量下滑 22.67%，非注射剂产品营收合计 26.94 亿元，同比下降 7.10%。独家品种散寒化湿颗粒、苓桂术甘颗粒经谈判首次纳入国家医保目录，并进入临床指南或共识，带动颗粒剂、冲剂实现销售 3.28 亿元，同比增加 16.82%。

- 研发能力强。目前，公司拥有 49 个中药独家品种，2 个中药保护品种，112 个品种进入 2023 版国家医保目录，其中独家品种 26 个。43 个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为 6 个。研发方面，公司以中药发展为主体，同时统筹推进化学药、生物药协同发展。中药获批新药注册批件 1 个（济川煎颗粒），申报生产 3 个（六味地黄苷糖片、泻白颗粒、玉女煎颗粒），获批临床 6 个（小儿佛芍和中颗粒、小儿健脾颗粒、梔黄贴膏、乌鳖还胃颗粒、五味益心颗粒、杏贝止咳颗粒增加感染后咳嗽适应症）；化学药获得药品注册证书 2 个（吡仑帕奈片、吸入用异丙托溴铵溶液），完成临床阶段性研究 5 个（DC20、WXSH0493、SIPI-2011、DC042、吡非尼酮双释片）、获批临床 2 个（KY0135 片、KY1702 胶囊）、过评 2 个（辛伐他汀片、注射用泮托拉唑钠）；生物药获批临床 3 个（KYS202002A 注射液多发性骨髓瘤适应症获得 CDE、FDA 临床研究许可，系统性红斑狼疮适应症获得 CDE 临床研究许可），申报临床 1 个（KYS202003A 注射液）。公司研发投入稳步上升，2023 年研发费用 7.72 亿元（+27.40%）；研发费用率 15.85%（+1.93 pp）。

- 销售改革成效初显。公司向专业化、学术化全面转型，聚焦核心品种群，聚焦非注射剂品种增长。今年将核心品种群从热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液、金振口服液三大增加天舒胶囊/片、杏贝止咳颗粒，至五大核心产品群。热毒宁注射液“重症”支付解限，银杏二萜内酯葡胺注射液树立首



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



个特异性 PAF 受体拮抗剂的新药品牌地位，金振持续发挥“儿童抗病毒和祛痰止咳中成药第一品牌”的治疗优势。非注射剂专人专做，加快培育以天舒胶囊、通塞脉片、大株红景天胶囊、龙血通络胶囊为代表的心脑品种，以桂枝茯苓胶囊/片和散结镇痛胶囊为代表的妇科线品种，以腰痹通胶囊和复方南星止痛膏为代表的骨科线品种。

团队建设方面，临床自营团队持续以品种考核为基础，同时优化代理商团队，提升终端消化。OTC 除了拓展百强之外，同时布局中小连锁，提升市场渗透率，发展重点品种。

➤ **公司运营效率持续提升。**2023 年，公司综合毛利率为 74.27%，同比增加 2.17 个百分点；期间费用率 62.30%，同比略增 1.29 个百分点，其中销售费用率 39.79%，同比减少 3.14 个百分点；管理费用率 7.13%，同比增加 2.77 个百分点，与公司调整人员架构、增加商务活动有关；研发费用率 15.85%，同比增加 1.93 个百分点，公司研发投入持续增加。财务费用率-0.47%，同比再次降低 0.27 个百分点；经营性现金净流量 10.41 亿元，同比上升 4.52%，达到净利润的 1.90 倍；应收账款期末余额 6.54 亿元，同比下降 10.22%。公司运营效率持续提升，营业周期 150.68 天（-10.68 天），净营业周期 65.90 天（+5.66 天），总资产周转率 0.70 次（+0.02 次）。

投资建议

➤ 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.11、1.32、1.57 元，对应公司 3 月 11 日收盘价 20.67 元，PE 分别为 18.7、15.6、13.1 倍，我们认为，公司产品储备丰富，研发能力强，销售改革成效初显，营销短板正在补齐，运营效率持续提升，非注射品种的销售增长有望逐步显现，我们看好公司未来一段时间的发展，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 风险因素包括但不限于：重点品种集采降价的风险，中药政策调整的风险，营销变革不及预期的风险，产品研发失败的风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,351	4,868	5,766	6,701	7,717
YoY(%)	19.2	11.9	18.4	16.2	15.2
净利润(百万元)	434	537	646	773	920
YoY(%)	35.5	23.5	20.4	19.6	19.1
毛利率(%)	72.1	74.3	74.4	74.3	74.1
EPS(摊薄/元)	0.74	0.92	1.11	1.32	1.57
ROE(%)	9.0	10.2	10.9	11.5	12.1
P/E(倍)	27.8	22.5	18.7	15.6	13.1
P/B(倍)	2.5	2.3	2.1	1.8	1.6
净利率(%)	10.0	11.0	11.2	11.5	11.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3730	4050	5317	6254	7663
现金	1601	1969	2805	3761	4829
应收票据及应收账款	728	654	884	880	1099
预付账款	61	29	67	36	75
存货	343	350	428	455	543
其他流动资产	997	1048	1133	1122	1117
非流动资产	3066	3068	3214	3350	3460
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	2409	2281	2556	2784	2983
无形资产	398	369	325	279	221
其他非流动资产	255	414	329	284	252
资产总计	6796	7117	8531	9604	11124
流动负债	1781	1609	2385	2668	3248
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	373	228	510	238	561
其他流动负债	1408	1380	1875	2430	2687
非流动负债	81	128	106	109	111
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	81	128	106	109	111
负债合计	1862	1737	2492	2777	3359
少数股东权益	180	188	200	215	233
股本	585	585	585	585	585
资本公积	98	112	112	112	112
留存收益	4136	4544	5138	5874	6740
归属母公司股东权益	4754	5193	5839	6611	7532
负债和股东权益	6796	7117	8531	9604	11124

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	996	1041	1192	1288	1395
净利润	442	547	659	787	938
折旧摊销	193	191	215	241	267
财务费用	-9	-23	-28	-35	-42
投资损失	-4	-15	-5	-5	-5
营运资金变动	361	344	335	301	239
其他经营现金流	12	-2	15	-2	-1
投资活动现金流	-164	-540	-362	-369	-371
筹资活动现金流	-168	-130	6	38	45

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.74	0.92	1.11	1.32	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	1.78	2.04	2.20	2.39
每股净资产(最新摊薄)	8.13	8.88	9.99	11.31	12.88

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4351	4868	5766	6701	7717
营业成本	1214	1253	1477	1721	1998
营业税金及附加	73	75	89	103	119
营业费用	1868	1937	2295	2647	3010
管理费用	190	347	398	459	525
研发费用	606	772	911	1052	1204
财务费用	-9	-23	-28	-35	-42
资产减值损失	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	15	5	5	5
营业利润	455	564	674	803	955
营业外收入	3	6	0	0	0
营业外支出	12	19	10	10	10
利润总额	446	551	664	793	945
所得税	4	4	5	6	7
税后利润	442	547	659	787	938
少数股东损益	7	10	12	15	18
归属母公司净利润	434	537	646	773	920
EBITDA	631	732	867	1018	1191

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	19.2	11.9	18.4	16.2	15.2
营业利润(%)	29.6	24.0	19.5	19.3	18.9
归属于母公司净利润(%)	35.5	23.5	20.4	19.6	19.1
获利能力					
毛利率(%)	72.1	74.3	74.4	74.3	74.1
净利率(%)	10.0	11.0	11.2	11.5	11.9
ROE(%)	9.0	10.2	10.9	11.5	12.1
ROIC(%)	9.0	10.1	10.9	11.5	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	27.4	24.4	29.2	28.9	30.2
流动比率	2.1	2.5	2.2	2.3	2.4
速动比率	1.4	1.9	1.7	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	6.0	7.0	7.5	7.6	7.8
应付账款周转率	3.3	4.2	4.0	4.6	5.0
估值比率					
P/E	27.8	22.5	18.1	15.6	13.1
P/B	2.5	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	16.8	13.6	10.5	8.1	6.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

