

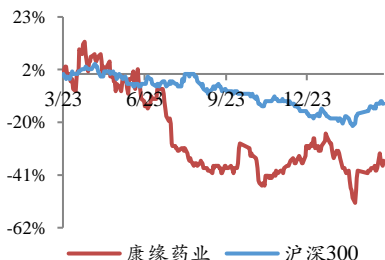
利润端超预期，新药研发快速布局，多业态齐头并进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-11

收盘价（元）	20.67
近12个月最高/最低（元）	32.70/13.93
总股本（百万股）	585
流通股本（百万股）	578
流通股比例（%）	98.93
总市值（亿元）	121
流通市值（亿元）	120

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

- 【华安医药】公司点评康缘药业：古代经典名方济川煎获批，中药创新药研发管线持续丰富 2024-01-03
- 【华安医药】公司点评康缘药业：Q3收入短期承压，注射剂业务表现亮眼 2023-11-30

主要观点：

➤ 事件

康缘药业发布2023年年度报告，公司实现营业收入48.68亿元，同比增长11.88%；归母净利润5.37亿元，同比增长23.54%；归母扣非净利润4.99亿元，同比增长26.47%。

➤ 事件点评

● 23Q4业绩加速增长，盈利能力持续提升

2023Q4营业收入为13.71亿元，同比增长11.95%；归母净利润为1.87亿元，同比增长22.25%；扣非归母净利润为1.82亿元，同比增长38.33%，23Q4业绩维持高速增长。

● 费用率管控效果凸显，销售费用率持续优化

公司整体毛利率为74.27%，同比增长2.17个百分点；销售费用率39.79%，同比增长3.14个百分点；管理费用率7.13%，同比增长2.77个百分点；研发费用率15.85%，同比增长1.93个百分点；财务费用-0.47%，同比下降0.27个百分点；经营性现金流净额为10.41亿元，同比增长4.52%。公司费用率持续优化，毛利率稳定提升。

● 注射剂业务维持高速增长，业绩表现亮眼

分产品来看：主要业务1) 注射液部分收入为21.74亿元，同比增长49.80%；毛利率为73.63%，同比增长0.02个百分点；注射液的营业收入高速增长，主要系报告期内热毒宁注射液销售额增长所致，23年热毒宁注射液销售量达6076.98万支，同比增长90.93%，同时银查二萜内酯葡胺注射液销售量达1074.36万支，同比增长21.98%，注射剂产品快速放量；2) 口服液部分收入为8.64亿元，同比下降22.99%；毛利率为81.28%，同比增长1.21个百分点；3) 胶囊部分收入为8.88亿元，同比增长1.70%；毛利率为67.68%，同比增长6.63个百分点。

● 公司产品梯度持续丰富，中药研发硕果累累

公司新产品研发持续推进，中药创新药研发管线持续丰富。2023年公司研发费用7.72亿元，同比增长27.4%，研发投入持续增大。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、梳黄贴膏、乌鳖还闰颗粒、五味益心颗粒、杏贝止咳颗粒增加感染后咳嗽适应症）。

● 投资建议：维持“买入”评级

我们预计公司2024~2026年收入分别为56.3/65.0/75.0亿元，分

别同比增长 15.6%/15.6%/15.4%，归母净利润分别为 6.5/7.8/9.4 亿元，分别同比增长 20.5%/20.4%/20.4%，对应估值为 19/16/13X。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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4868	5628	6504	7503
收入同比 (%)	11.9%	15.6%	15.6%	15.4%
归属母公司净利润	537	647	779	938
净利润同比 (%)	23.5%	20.5%	20.4%	20.4%
毛利率 (%)	74.3%	72.0%	72.5%	72.9%
ROE (%)	10.3%	11.1%	11.8%	12.4%
每股收益 (元)	0.93	1.11	1.33	1.60
P/E	22.06	18.68	15.51	12.89
P/B	2.31	2.07	1.83	1.60
EV/EBITDA	13.90	10.79	8.98	7.29

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4050	4869	5624	6611	营业收入	4868	5628	6504	7503
现金	1969	2183	2529	3064	营业成本	1253	1575	1786	2031
应收账款	654	756	873	1008	营业税金及附加	75	86	100	115
其他应收款	5	6	7	8	销售费用	1937	2195	2536	2896
预付账款	29	36	41	46	管理费用	347	332	377	428
存货	350	440	499	568	财务费用	-23	0	0	0
其他流动资产	1043	1448	1675	1917	资产减值损失	-3	-20	-20	-20
非流动资产	3068	3412	3730	4023	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	15	6	7	8
固定资产	2281	2331	2366	2386	营业利润	564	706	847	1016
无形资产	197	226	245	253	营业外收入	6	1	1	1
其他非流动资产	585	850	1115	1380	营业外支出	19	15	15	15
资产总计	7117	8281	9354	10635	利润总额	551	691	833	1002
流动负债	1609	2115	2398	2726	所得税	4	35	42	50
短期借款	0	0	0	0	净利润	547	657	791	952
应付账款	228	416	472	537	少数股东损益	10	10	12	14
其他流动负债	1380	1699	1926	2189	归属母公司净利润	537	647	779	938
非流动负债	128	128	128	128	EBITDA	721	918	1064	1238
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.93	1.11	1.33	1.60
其他非流动负债	128	128	128	128					
负债合计	1737	2243	2526	2854					
少数股东权益	188	198	209	224	主要财务比率				
股本	585	585	585	585	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	112	112	112	112	成长能力				
留存收益	4496	5143	5922	6860	营业收入	11.9%	15.6%	15.6%	15.4%
归属母公司股东权	5193	5840	6619	7557	营业利润	24.0%	25.2%	19.9%	20.0%
负债和股东权益	7117	8281	9354	10635	归属于母公司净利	23.5%	20.5%	20.4%	20.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	74.3%	72.0%	72.5%	72.9%
					净利率 (%)	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%
					ROE (%)	10.3%	11.1%	11.8%	12.4%
					ROIC (%)	9.8%	10.4%	11.0%	11.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	24.4%	27.1%	27.0%	26.8%
					净负债比率 (%)	32.3%	37.2%	37.0%	36.7%
					流动比率	2.52	2.30	2.35	2.43
					速动比率	2.24	2.04	2.09	2.18
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.68	0.70	0.71
					应收账款周转率	7.45	7.45	7.45	7.45
					应付账款周转率	5.48	3.78	3.78	3.78
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.93	1.11	1.33	1.60
					每股经营现金流	1.78	1.63	1.84	2.14
					每股净资产	8.88	9.99	11.32	12.92
					估值比率				
					P/E	22.06	18.68	15.51	12.89
					P/B	2.31	2.07	1.83	1.60
					EV/EBITDA	13.90	10.79	8.98	7.29

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达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。