

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	21.41
总股本/流通股本(亿股)	5.85 / 5.78
总市值/流通市值(亿元)	125 / 124
52周内最高/最低价	33.10 / 13.93
资产负债率(%)	24.4%
市盈率	23.02
第一大股东	江苏康缘集团有限责任公司

研究所

分析师:蔡明子
SAC 登记编号:S1340523110001
Email:caimingzi@cnpsec.com
分析师:古意涵
SAC 登记编号:S1340523110003
Email:guyihan@cnpsec.com

康缘药业(600557)

注射剂增长势头强劲，营销加大破局，非注射剂有望恢复较快增长

● 投资要点

3月10日，公司发布2023年年报：2023年营业收入48.68亿元(+11.88%)，归母净利润5.37亿元(+23.54%)，扣非净利润4.99亿元(+26.47%)，经营现金流量净额10.41亿元(+4.52%)，EPS为0.93元/股(+24%)。公司利润增速超过股权激励业绩考核目标(+22%)。我们预计公司2024-2026年收入分别为57.84/66.58/75.70亿元，归母净利润分别为6.49/7.83/9.28亿元，EPS分别为1.11/1.34/1.59元/股，当前收盘价对应PE分别为19.30/15.98/13.49倍，维持“买入”评级。

● 收入：注射液增长势头强劲，非注射剂收入增速恢复

注射液增长势头强劲：注射液除2023Q3外，其余3个季度收入增速保持50%左右，**2023Q4在较高基数下仍实现了53%增长**，2023年热毒宁销量增长91%，银杏二萜销量增长22%，考虑到热毒宁注射液在2023年底医保谈判中取消“重症”支付限制，银杏二萜纳入了常规医保目录，且其治疗急性缺血性脑卒中3448例RCT研究论文发表在美国医学会杂志《JAMA》，拥有了高层次学术的支撑，公司计划就此大力开展终端客户学术活动，我们预计2024年注射液收入有望保持较快增长。

非注射剂2023Q4收入增速恢复：2023年非注射剂产品收入下滑7%，主要系2023Q3口服液收入下滑明显(-58%)，但2023Q4口服液收入在2022Q4新冠疫情高基数下(2022Q4口服液收入占全年36%)收入增速下滑幅度环比缩窄(-21%)，截至2023年底金振口服液库存量同比下降29%。胶囊(Q3 0.14%/Q4 29.82%)、片剂(-14.63%/24.09%)、贴剂(-30.64%/5.81%)2023Q4收入同比增速较2023Q3明显提升。颗粒剂/冲剂由于2022Q4高基数(Q4收入占全年比44%)收入增速为-35%。

● 利润：毛利率持续提升，销售费用率下降明显

毛利率：2023年公司整体毛利率为74.27%(+2.17pct)，其中注射剂(+0.02pct)/胶囊(+6.63pct)/口服液(+1.21pct)/片剂(+7.18pct)/颗粒剂&冲剂(+8.14pct)/凝胶剂(+1.33pct)/贴剂(-1.28pct)，胶囊、片剂、颗粒剂&冲剂毛利率提升明显，预计与生产规模提升后促进单位成本明显下降有关。

费率：2023年公司销售费用率39.79%(-3.14pct)，主要系产品推广及促销费同比减少19.6%所致，2023Q4销售费用率同比下降14.52pct至33.07%；管理费用率7.13%(+2.77pct)，主要系公司对人员架构进行调整，同时增加相应的商务活动所致；财务费用率-0.47%(-0.27pct)，主要系银行存款产生利息收入增加所致；研发费用率15.85%(+1.93pct)。

● 2024年展望：聚焦核心品种，营销加大破局

2024年公司将聚焦热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液、金振口服液、天舒胶囊/片、杏贝止咳颗粒五大核心产品。同时，公司创新药产品结构布局优化，2023年获批新药济川煎颗粒，申报生

产六味地黄苷糖片、泻白颗粒、玉女煎颗粒，且公司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。

在营销方面，针对非注射剂，公司计划 2024 年实行专人专做，解决终端无人做的困局，加快培育心脑血管、妇科线、骨科线品种，同时重塑与十大连锁的合作，拓展百强连锁发展，布局中小连锁和单体药店，提升市场渗透率。针对注射剂，招商代理业态确保银杏二萜稳定增长的基础上，优化代理商，优化提升低消化终端，临床自营团队持续以品种考核，继续聚力发展热毒宁注射液。

● 风险提示：

非注射剂产品推广不及预期；集采降价风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4868	5784	6658	7570
增长率(%)	11.88	18.82	15.11	13.71
EBITDA（百万元）	721.47	751.12	886.04	1031.03
归属母公司净利润（百万元）	536.73	648.63	783.42	928.36
增长率(%)	23.54	20.85	20.78	18.50
EPS（元/股）	0.92	1.11	1.34	1.59
市盈率（P/E）	23.33	19.30	15.98	13.49
市净率（P/B）	2.41	2.15	1.89	1.66
EV/EBITDA	13.90	13.14	10.10	7.63

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	4868	5784	6658	7570	营业收入	11.9%	18.8%	15.1%	13.7%
营业成本	1253	1462	1657	1859	营业利润	24.0%	18.6%	20.7%	18.4%
税金及附加	75	96	111	126	归属于母公司净利润	23.5%	20.8%	20.8%	18.5%
销售费用	1937	2441	2809	3195	获利能力				
管理费用	347	289	333	379	毛利率	74.3%	74.7%	75.1%	75.4%
研发费用	772	897	1015	1136	净利率	11.0%	11.2%	11.8%	12.3%
财务费用	-23	-18	-21	-25	ROE	10.3%	11.1%	11.8%	12.3%
资产减值损失	-3	-3	-3	-3	ROIC	9.8%	10.7%	11.4%	11.8%
营业利润	564	669	807	956	偿债能力				
营业外收入	6	2	2	2	资产负债率	24.4%	24.5%	23.7%	22.6%
营业外支出	19	5	5	5	流动比率	2.52	2.72	3.03	3.37
利润总额	551	666	804	953	营运能力				
所得税	4	5	6	7	应收账款周转率	7.04	7.94	7.79	7.90
净利润	547	661	798	946	存货周转率	14.05	16.16	17.59	18.82
归母净利润	537	649	783	928	总资产周转率	0.70	0.77	0.79	0.80
每股收益(元)	0.92	1.11	1.34	1.59	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.92	1.11	1.34	1.59
货币资金	1969	2647	3568	4651	每股净资产	8.88	9.97	11.32	12.91
交易性金融资产	460	460	460	460	估值比率				
应收票据及应收账款	654	803	906	1009	PE	23.33	19.30	15.98	13.49
预付款项	29	29	25	19	PB	2.41	2.15	1.89	1.66
存货	350	366	391	413	现金流量表				
流动资产合计	4050	4972	6029	7228	净利润	547	661	798	946
固定资产	2281	2208	2135	2062	折旧和摊销	191	103	103	103
在建工程	227	277	292	302	营运资本变动	344	-28	29	39
无形资产	197	167	137	107	其他	-40	-10	-10	-10
非流动资产合计	3068	3012	2921	2826	经营活动现金流净额	1041	726	921	1078
资产总计	7117	7983	8950	10054	资本开支	-295	-52	-17	-12
短期借款	0	0	0	0	其他	-245	18	17	17
应付票据及应付账款	228	276	322	372	投资活动现金流净额	-540	-34	0	5
其他流动负债	1380	1548	1668	1773	股权融资	5	-14	0	0
流动负债合计	1609	1825	1990	2145	债务融资	0	0	0	0
其他	128	128	128	128	其他	-135	0	0	0
非流动负债合计	128	128	128	128	筹资活动现金流净额	-130	-14	0	0
负债合计	1737	1953	2118	2273	现金及现金等价物净增加	371	678	921	1083
股本	585	585	585	585					
资本公积金	112	112	112	112					
未分配利润	4252	4806	5475	6267					
少数股东权益	188	200	215	233					
其他	245	328	445	585					
所有者权益合计	5381	6031	6832	7781					
负债和所有者权益总计	7117	7983	8950	10054					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000