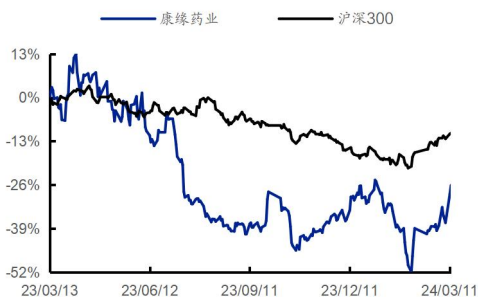


研究所:  
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002  
 zhouxg@ghzq.com.cn  
 联系人: 年庆功 S0350122030007  
 nianqg@ghzq.com.cn

## 2023年Q4利润超预期, 业绩有望重归稳健

### ——康缘药业(600557)2023年年报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
康缘药业	21.0%	4.9%	-19.5%
沪深300	6.9%	5.0%	-9.3%

#### 市场数据

	2024/03/12
当前价格(元)	21.41
52周价格区间(元)	13.36-33.71
总市值(百万)	12,519.46
流通市值(百万)	12,385.62
总股本(万股)	58,474.85
流通股本(万股)	57,849.72
日均成交额(百万)	543.43
近一月换手(%)	1.87

#### 相关报告

《康缘药业(600557)2023年三季报点评: 业绩短期承压, 政策获益可期(买入)\*中药II\*周小刚》——2023-10-27

《康缘药业(600557)公司事件点评: 业绩保持高速增长, 研发投入持续加强(买入)\*中药II\*周小刚》——2023-07-13

《康缘药业(600557)点评报告: 大单品高速增长, 带动利润增长超预期(买入)\*中药II\*周小刚》——2023-02-21

#### 事件:

2024年3月10日, 公司发布2023年年度报告: 2023年公司实现收入48.68亿元(yoy+11.88%), 归母净利润5.37亿元(yoy+23.54%), 扣非归母净利润4.99亿元(yoy+26.47%)。

#### 投资要点:

- 公司2023年Q4收入符合预期, 利润超我们预期。2023年公司实现收入48.68亿元(yoy+11.88%), 归母净利润5.37亿元(yoy+23.54%), 扣非归母净利润4.99亿元(yoy+26.47%)。2023年Q4公司实现收入13.72亿元(yoy+11.95%), 归母净利润1.87亿元(yoy+22.25%), 扣非归母净利润1.82亿元(yoy+38.33%)。
- 公司2023年Q4费用结构调整, 净利润率提升。2023年Q4公司销售费用率为33.07%(yoy-14.52pct), 管理费用率为14.40%(yoy+8.89pct), 研发费用率为19.08%(yoy+5.32pct), 公司总营业成本/营业总收入为91.71%(yoy-0.88pct)。2023年Q4公司净利润率为13.65%(yoy+0.76pct)。
- 公司2023年Q4注射剂保持高速增长, 口服液环比改善。根据公司经营数据, 2023年Q4注射液收入5.85亿元, 同比增长52.9%、环比增长35.7%, 继续保持高速增长。2023年Q4口服液收入3.23亿元, 同比下滑20.6%、环比增加174.1%。
- 盈利预测和投资评级 我们预计2024/2025/2026年收入为59.21亿元/71.16亿元/85.35亿元, 对应归母净利润6.53亿元/7.86亿元/9.46亿元, 对应PE为19.17X/15.93X/13.24X。公司2023年Q4业绩略超预期, 我们小幅上调了公司收入和利润预期。我们认为, 公司中药创新能力突出, 销售能力改善有望持续得到验证。维持“买入”评级。
- 风险提示 公司经营管理出现波动, 公司主要产品价格受到政策影响, 公司产品销量不及预期, 产品研发进展不及预期, 医保政策和基药政策落地进展不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4868	5921	7116	8535
增长率(%)	12	22	20	20
归母净利润（百万元）	537	653	786	946
增长率(%)	24	22	20	20
摊薄每股收益（元）	0.92	1.12	1.34	1.62
ROE(%)	10	11	12	13
P/E	22.06	19.17	15.93	13.24
P/B	2.31	2.15	1.89	1.66
P/S	2.46	2.11	1.76	1.47
EV/EBITDA	13.90	11.70	9.07	7.09

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：康缘药业盈利预测表

证券代码:	600557				股价:	21.41				投资评级:	买入				日期:	2024/03/12			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	10%	11%	12%	13%	EPS	0.93	1.12	1.34	1.62										
毛利率	74%	72%	72%	72%	BVPS	8.88	9.97	11.32	12.93										
期间费率	46%	46%	46%	46%	<b>估值</b>														
销售净利率	11%	11%	11%	11%	P/E	22.06	19.17	15.93	13.24										
<b>成长能力</b>					P/B	2.31	2.15	1.89	1.66										
收入增长率	12%	22%	20%	20%	P/S	2.46	2.11	1.76	1.47										
利润增长率	24%	22%	20%	20%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.70	0.75	0.77	0.80	营业收入	4868	5921	7116	8535										
应收账款周转率	7.04	8.50	9.30	9.82	营业成本	1253	1646	1976	2370										
存货周转率	3.62	4.08	3.93	3.93	营业税金及附加	75	101	121	145										
<b>偿债能力</b>					销售费用	1937	2428	2917	3499										
资产负债率	24%	30%	31%	32%	管理费用	347	296	356	427										
流动比	2.52	2.19	2.30	2.39	财务费用	-23	-10	-12	-17										
速动比	2.19	1.92	2.03	2.14	其他费用/(-收入)	772	835	996	1195										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	564	676	812	966										
现金及现金等价物	2429	2929	3930	5072	营业外净收支	-13	-6	-6	-6										
应收款项	654	740	791	948	利润总额	551	670	806	960										
存货净额	350	457	549	658	所得税费用	4	7	8	0										
其他流动资产	617	1170	1378	1625	净利润	547	663	798	960										
<b>流动资产合计</b>	<b>4050</b>	<b>5297</b>	<b>6647</b>	<b>8303</b>	少数股东损益	10	10	12	14										
固定资产	2281	2359	2374	2305	归属于母公司净利润	537	653	786	946										
在建工程	227	360	271	206	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	556	556	556	566	经营活动现金流	1041	930	1137	1198										
长期股权投资	4	4	4	4	净利润	537	653	786	946										
<b>资产总计</b>	<b>7117</b>	<b>8575</b>	<b>9851</b>	<b>11384</b>	少数股东损益	10	10	12	14										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	191	200	204	173										
应付款项	228	489	587	705	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	344	61	129	59										
其他流动负债	1380	1928	2309	2764	投资活动现金流	-540	-416	-136	-56										
<b>流动负债合计</b>	<b>1609</b>	<b>2417</b>	<b>2896</b>	<b>3469</b>	资本支出	-295	-406	-126	-46										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-260	0	0	0										
其他长期负债	128	128	128	128	其他	15	-10	-10	-10										
<b>长期负债合计</b>	<b>128</b>	<b>128</b>	<b>128</b>	<b>128</b>	筹资活动现金流	-130	-14	0	0										
<b>负债合计</b>	<b>1737</b>	<b>2545</b>	<b>3024</b>	<b>3597</b>	债务融资	0	0	0	0										
股本	585	585	585	585	权益融资	5	-14	0	0										
股东权益	5381	6029	6827	7787	其它	-135	0	0	0										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7117</b>	<b>8575</b>	<b>9851</b>	<b>11384</b>	现金净增加额	371	500	1001	1142										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、9 年医药研究工作经验。

赵宁宁，医药分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

孔维崎，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和 CXO 板块。

万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

年庆功，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022 年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

## 【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。