

康缘药业（600557.SH）——2023 年年报点评

增长稳健，23 年全年归母净利润增长 23.54%

买入

核心观点

全年业绩表现良好，收入和利润均实现双位数增长。2023 年公司实现营业收入 48.68 亿元（+11.88%），归母净利润 5.37 亿元（+23.54%），扣非归母净利润 4.99 亿元（+26.47%）。公司全年收入及利润端均实现了较快增长，业绩表现良好。其中，四季度单季营收 13.72 亿元（+11.95%），归母净利润 1.87 亿元（+22.25%），扣非归母净利润 1.82 亿元（+38.33%）。

毛利率稳中有升，注射剂、颗粒剂/冲剂增长较快。2023 年公司毛利 36.15 亿元（+15.25%），毛利率 74.27%（+2.17pp），净利率 11.03%（+1.04pp），整体保持稳健增长。分产品看，公司全年注射剂收入 21.74 亿元，同比增长 49.80%，主要系热毒宁注射液销售额增长；颗粒剂/冲剂收入 3.28 亿元（+16.82%）；片丸剂收入 3.51 亿元（+3.68%）；胶囊收入 8.88 亿元（+1.70%）；口服液收入 8.64 亿元（-22.99%）；贴剂收入 2.11 亿元（-6.55%）；凝胶剂/眼膏剂收入最少且降幅最大，共收入 0.24 亿元，同比下降 26.07%，主要系筋骨止痛凝胶销售额下降。

研发费用逐年提升，投入成效显著。2023 年公司研发费用 7.72 亿元，同比增长 27.40%，研发费用率 15.85%，较去年同期提升 1.93pp。持续多年的大量研发投入成效已然显现，2023 年公司产品生产及获批进度喜人。中药方面，获批新药注册批件 1 个，申报生产 3 个，获批临床 6 个；化学药方面，获得药品注册证书 2 个，完成临床阶段性研究 5 个、获批临床 2 个、通过药品一致性评价 2 个；生物药方面，获批临床 3 个，申报临床 1 个。

多项产品纳入基药、医保目录并中标集采，独家产品优势放大。截至 2023 年底，公司产品共有 112 个品种被列入 2023 版国家医保目录，其中独家品种有 26 个；共有 43 个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为 6 个。独家品种中，热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液、腰痹通胶囊、金振口服液及杏贝止咳颗粒已在多个省份中标集采。

风险提示：研发推进不及预期；集采控费超预期；中药注射剂政策风险。

投资建议：公司全年业绩表现良好，注射剂收入超预期，维持“买入”。考虑到公司研发投入成效持续显现，长期业绩有望保持稳健，上调 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 6.55/7.84/9.27 亿元（原 2024/2025 年 5.62/6.77 亿元），同比增速 22.0%/19.7%/18.3%，当前股价对应 PE=19.1/16.0/13.5x。随着公司独家产品的优势不断放大，公司核心竞争力有望进一步提升。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,351	4,868	5,779	6,659	7,598
(+/-%)	19.2%	11.9%	18.7%	15.2%	14.1%
净利润(百万元)	434	537	655	784	927
(+/-%)	35.5%	23.5%	22.0%	19.7%	18.3%
每股收益(元)	0.74	0.92	1.12	1.34	1.59
EBIT Margin	9.2%	10.0%	11.9%	12.4%	13.0%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	10.3%	11.3%	12.1%	12.8%
市盈率 (PE)	28.8	23.3	19.1	16.0	13.5
EV/EBITDA	24.4	21.2	15.7	13.7	12.0
市净率 (PB)	2.63	2.41	2.16	1.93	1.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·中药 II

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	21.83 元
总市值/流通市值	12765/12629 百万元
52 周最高价/最低价	33.71/13.36 元
近 3 个月日均成交额	219.68 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

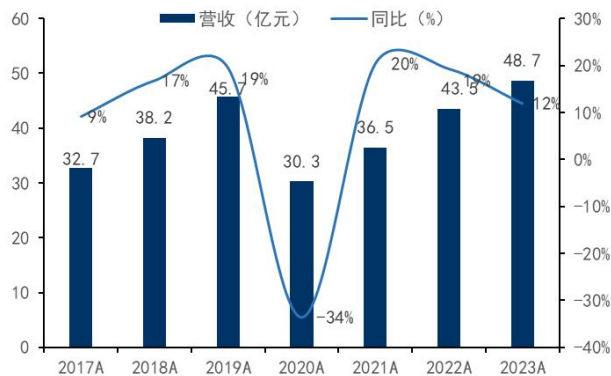
相关研究报告

《康缘药业(600557.SH)——2023 年三季报点评-三季度业绩承压，研发驱动长期增长》——2023-11-04

《康缘药业(600557.SH)——2023 年半年报点评-研发维持动力，业绩稳步增长》——2023-07-28

全年业绩表现良好，收入和利润均实现双位数增长。2023年公司实现营收48.68亿元（+11.88%），归母净利润5.37亿元（+23.54%），扣非归母净利润4.99亿元（+26.47%）。其中，四季度单季营收13.72亿元（+11.95%），归母净利润1.87亿元（+22.25%），扣非归母净利润1.82亿元（+38.33%）。公司全年收入及利润端均实现了较快增长，业绩表现良好。

图1：康缘药业营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：康缘药业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：康缘药业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

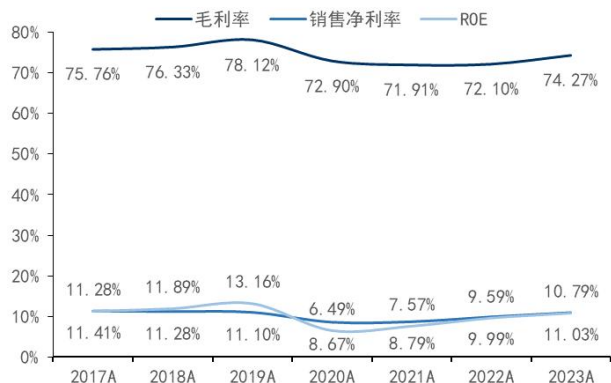
图4：康缘药业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

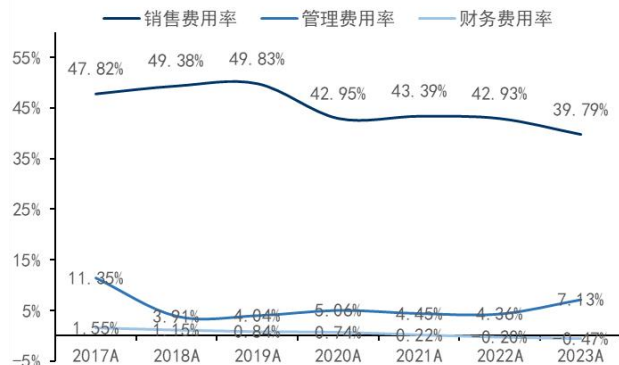
毛利率稳中有升，期间费用处于合理水平。2023年公司毛利36.15亿元（+15.25%），毛利率74.27%（+2.17pp），净利率11.03%（+1.04pp），整体保持稳健增长。销售费用19.37亿元（+3.70%），销售费用率39.79%（-3.14pp），主要由于业务规模大幅增长导致销售费用所占比例下降；管理费用3.47亿元（+83.04%），管理费用率+7.13%（+2.77pp），管理费用大幅增加主要系公司为对人员架构进行调整及增加商务活动所致；财务费用-0.23亿元（+160.96%），财务费用率-0.47%，与上期同比基本保持不变，财务费用大幅增长主要系公司未发生银行借款且银行存款利息收入增加所致。整体而言，公司期间费用变动较为合理。

图5: 康缘药业毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

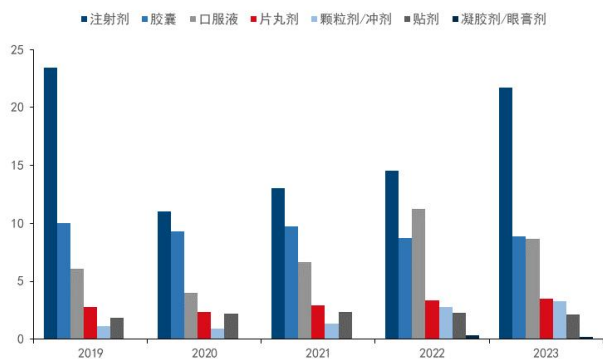
图6: 康缘药业三项费用率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

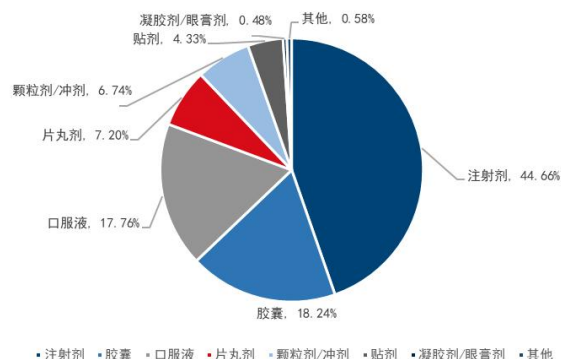
分产品看, 注射剂、颗粒剂/冲剂增长较快。2023 年全年公司注射剂收入 21.74 亿元, 同比增长 49.80%, 主要系热毒宁注射液销售额增长; 颗粒剂/冲剂收入 3.28 亿元(+16.82%); 片丸剂收入 3.51 亿元(+3.68%); 胶囊收入 8.88 亿元(+1.70%); 口服液收入 8.64 亿元(-22.99%); 贴剂收入 2.11 亿元(-6.55%); 凝胶剂/眼膏剂收入最少且降幅最大, 共收入 0.24 亿元, 同比下降 26.07%, 主要系筋骨止痛凝胶销售额下降。

图7: 康缘药业分业务收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 康缘药业 2023 年各业务收入占比 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发费用逐年提升, 投入成效显著。2023 年公司研发费用 7.72 亿元, 同比增长 27.40%, 研发费用率 15.85%, 较去年同期提升 1.93pp。持续多年的大量研发投入成效已然显现, 2023 年公司产品生产及获批进度喜人。1) **中药方面**, 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); 2) **化学药方面**, 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)、通过药品一致性评价 2 个(辛伐他汀片、注射用泮托拉唑钠); 3) **生物药方面**, 获批临床 3 个(KYS202002A 注射液多发性骨髓瘤适应症获得中国 CDE、美国 FDA 临床研究许可, 系统性红斑狼疮适应症获得中国 CDE 临床研究许可), 申报临床 1 个(KYS202003A 注射液)。截至 2023 年底, 公司累计获得发明专利授权 669 件, 拥有中药新药 56 个、化学药新

药 9 个，研发实力在国内中药企业中处于领先地位。

图9: 康缘药业研发费用情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 康缘药业单季度研发费用情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 康缘药业 2023 年产品获批情况

类型	药品名称	注册分类	所处阶段	适应症 / 功能主治
中药	济川煎颗粒	中药 3.1 类	获得药品注册证书	温肾益精, 润肠通便。用于肾虚便秘证见大便秘结, 小便清长, 腰膝酸软, 头目眩晕, 舌淡苔白, 脉沉迟
	小儿佛芍和颗粒	中药 1.1 类	获批药物临床试验	儿童功能性腹痛 (气机阻滞证)
	小儿健脾颗粒	中药 1.1 类	获批药物临床试验	儿童功能性消化不良 (脾虚食滞证)
	栀黄贴膏	中药 1.1 类	获批药物临床试验	急性关节扭伤 (血瘀郁热证)
	乌鳖还巢颗粒	中药 1.1 类	获批药物临床试验	早发性卵巢功能不全
	五味益心颗粒	中药 1.1 类	获批药物临床试验	冠心病心绞痛 (气阴两虚、痰瘀互阻证)
化药	杏贝止咳颗粒	中药 2.3 类	获批药物临床试验	感染后咳嗽 (风热犯肺证)
	KY0135 片	化药 1 类	获批药物临床试验	胰腺癌
	KY1702 胶囊	化药 1 类	获批药物临床试验	脑瘤
	吸入用异丙托溴铵溶液	化药 4 类	获得药品注册证书	慢性阻塞性肺病
化学原料药	吡仑帕奈片	化药 4 类	获得药品注册证书	抗癫痫
	吡仑帕奈	化学原料药 4 类	获得化学原料药上市批准	不适用
	异丙托溴铵	化学原料药 4 类	获得化学原料药上市批准	不适用
其他	KYS202002A 注射液	治疗用生物制品 1 类	获批药物临床试验	复发和难治性多发性骨髓瘤/系统性红斑狼疮

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

多项产品纳入基药、医保目录并中标集采，独家产品优势放大。截至 2023 年底，公司产品共有 112 个品种被列入 2023 版国家医保目录，其中独家品种有 26 个；共有 43 个品种进入国家基本药物目录，其中独家品种为 6 个。独家品种中，热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液、腰痛通胶囊、金振口服液及杏贝止咳颗粒已在多个省份中标集采。未来随着公司研发项目的不断推进以及新药品种的持续获批，相信公司独家产品的优势将进一步展现，有效帮助企业抵御经济环境下行及医疗反腐等行业政策的冲击，有力支撑公司业绩增长。

表2: 康缘药业独家品种清单 (含独家剂型品种)

序号	独家品种名称	是否医保	是否基药	序号	独家品种名称	是否医保	是否基药
1	桂枝茯苓胶囊	是	是	26	苓桂术甘颗粒	是	否
2	金振口服液	是	是	27	十滴水软胶囊	否	否
3	复方南星止痛膏	是	是	28	元胡止痛软胶囊	否	否
4	腰痹通胶囊	是	是	29	羚羊角注射液	否	否
5	银翘解毒软胶囊	是	是	30	加味藿香正气软胶囊	否	否
6	杏贝止咳颗粒	是	是	31	金红片	否	否
7	天舒胶囊	是	否	32	双黄连软胶囊	否	否
8	通塞脉片	是	否	33	痛安注射液	否	否
9	散结镇痛胶囊	是	否	34	金红颗粒	否	否
10	天舒片	是	否	35	金振颗粒	否	否
11	大株红景天胶囊	是	否	36	益坤宁片	否	否
12	热毒宁注射液	是	否	37	橘红痰咳泡腾片	否	否
13	复方益母颗粒	是	否	38	天舒软胶囊	否	否
14	逍遥片	是	否	39	芪葛口服液	否	否
15	桂枝茯苓片	是	否	40	羌黄祛痹颗粒	否	否
16	大株红景天片	是	否	41	芪葛颗粒	否	否
17	通塞脉胶囊	是	否	42	冰七胶囊	否	否
18	七味通痹口服液	是	否	43	天舒滴丸	否	否
19	参乌益肾片	是	否	44	通塞脉分散片	否	否
20	银杏二萜内酯葡胺注射液	是	否	45	消癌平软胶囊	否	否
21	龙血通络胶囊	是	否	46	苁蓉总苷胶囊	否	否
22	九味熄风颗粒	是	否	47	淫羊藿总黄酮胶囊	否	否
23	筋骨止痛凝胶	是	否	48	济川煎颗粒	否	否
24	银翘清热片	是	否	49	五味决明茶	否	否
25	散寒化湿颗粒	是	否				

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表3: 康缘药业主要药品中标省份情况

主要药品名称	规格	中标省份个数
热毒宁注射液	10ml/支	30
银杏二萜内酯葡胺注射液	5ml (含银杏二萜内酯 25mg)/支	31
腰痹通胶囊	0.42g*30 粒	13
	0.42g*50 粒	17
	0.42g*100 粒	25
金振口服液	10ml*8 支	30
	4g*3 袋	8
杏贝止咳颗粒	4g*6 袋	16
	4g*9 袋	23

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司全年业绩表现良好, 注射剂收入超预期, 维持“买入”。考虑到公司研发投入成效持续显现, 长期业绩有望保持稳健, 上调 2024-2025 年盈利预测, 新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 6.55/7.84/9.27 亿元 (原 2024/2025 年 5.62/6.77 亿元), 同比增速 22.0%/19.7%/18.3%, 当前股价对应 PE=19.1/16.0/13.5x。随着公司独家产品的优势不断放大, 公司核心竞争力有望进一步提升, 长期业绩稳健, 维持“买入”评级。

表4: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		2024/3/12	亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	24E	
600557.SH	康缘药业	21.41	125	0.74	0.92	1.12	1.34	28.8	23.3	19.1	16.0	9.6	0.9	买入
000999.SZ	华润三九	54.67	540	2.48	3.06	3.53	4.04	22.1	17.9	15.5	13.5	15.2	0.9	买入
600535.SH	天士力	16.99	254		0.75	0.87	0.99		22.8	19.5	17.2			无评级
600332.SH	白云山	30.23	468	2.44	2.68	2.96	3.25	12.4	11.3	10.2	9.3	13.0	1.0	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 天士力、白云山盈利预测为 Wind 一致预测; 康缘药业 23 年 EPS 为实际发生值

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1601	1969	2265	3066	3906	营业收入	4351	4868	5779	6659	7598
应收款项	738	659	980	1054	1173	营业成本	1214	1253	1454	1649	1873
存货净额	343	350	418	457	528	营业税金及附加	73	75	88	100	112
其他流动资产	878	611	989	1107	1172	销售费用	1868	1937	2283	2630	3001
流动资产合计	3730	4050	5112	6143	7239	管理费用	190	347	405	459	509
固定资产	2508	2508	2492	2473	2449	研发费用	606	772	855	986	1109
无形资产及其他	231	197	189	182	174	财务费用	(9)	(23)	(9)	(7)	(8)
投资性房地产	323	358	358	358	358	投资收益	4	15	8	9	10
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	1	(3)	(0)	(1)	(1)
资产总计	6796	7117	8156	9161	10224	其他收入	(565)	(728)	(818)	(944)	(1071)
短期借款及交易性金融负债	0	0	84	26	35	营业利润	455	564	748	891	1048
应付款项	373	228	395	411	440	营业外净收支	(9)	(13)	(13)	(13)	(10)
其他流动负债	1408	1380	1560	1892	2100	利润总额	446	551	735	879	1038
流动负债合计	1781	1609	2039	2329	2575	所得税费用	4	4	74	88	104
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	7	10	7	7	7
其他长期负债	81	128	139	154	179	归属于母公司净利润	434	537	655	784	927
长期负债合计	81	128	139	154	179	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1862	1737	2178	2483	2754	净利润	434	537	655	784	927
少数股东权益	180	188	194	201	207	资产减值准备	1	3	0	(0)	(0)
股东权益	4754	5193	5784	6477	7263	折旧摊销	190	187	250	271	288
负债和股东权益总计	6796	7117	8156	9161	10224	公允价值变动损失	(1)	3	0	1	1
关键财务与估值指标						财务费用	(9)	(23)	(51)	(64)	(86)
每股收益	0.74	0.92	1.12	1.34	1.59	营运资本变动	355	181	(409)	133	7
每股红利	0.00	0.22	0.11	0.15	0.24	其它	6	5	6	6	6
每股净资产	8.13	8.88	9.89	11.08	12.42	经营活动现金流	987	915	502	1195	1229
ROIC	9%	11%	13%	14%	16%	资本开支	0	(156)	(227)	(245)	(256)
ROE	9%	10%	11%	12%	13%	其它投资现金流	6	(290)	0	0	0
毛利率	72%	74%	75%	75%	75%	投资活动现金流	6	(446)	(227)	(245)	(256)
EBIT Margin	9%	10%	12%	12%	13%	权益性融资	0	5	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	16%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	19%	12%	19%	15%	14%	支付股利、利息	(2)	(131)	(64)	(91)	(141)
净利润增长率	36%	24%	22%	20%	18%	其它融资现金流	(324)	155	84	(58)	9
资产负债率	30%	27%	29%	29%	29%	融资活动现金流	(329)	(102)	20	(148)	(132)
息率	0.0%	1.0%	0.5%	0.7%	1.1%	现金净变动	664	368	295	801	840
P/E	28.8	23.3	19.1	16.0	13.5	货币资金的期初余额	937	1601	1969	2265	3066
P/B	2.6	2.4	2.2	1.9	1.7	货币资金的期末余额	1601	1969	2265	3066	3906
EV/EBITDA	24.4	21.2	15.7	13.7	12.0	企业自由现金流	0	694	232	903	925
						权益自由现金流	0	849	361	903	1011

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032