

## 口服剂表现亮眼，费用优化

### ——康缘药业（600557）点评报告

买入（维持）

2024年04月19日

#### 报告关键要素：

2024年4月13日，公司发布2024年一季度报。2024Q1，公司实现营业收入13.59亿元（+0.48%），归母净利润1.48亿元（+4.67%），扣非归母净利润1.40亿元（+0.20%）。

#### 投资要点：

##### ● 口服液和凝胶剂高增长

2024Q1，公司各剂型产品收入分别为凝胶剂0.09亿元（+260.97%）、口服液3.70亿元（+30.24%）、片丸剂0.82亿元（+1.84%）、胶囊1.97亿元（-4.88%）、注射液5.38亿元（-8.87%）、贴剂0.51亿元（-13.10%）、颗粒剂及冲剂1.05亿元（-15.40%）。口服液主要系金振口服液销售同比增长推动，凝胶剂主要系筋骨止痛凝胶销售同比增长推动。

##### ● 片丸剂和胶囊剂毛利率同比增长，其余剂型均有不同程度减少

2024Q1，公司整体毛利率为74.61%（同比减少0.49个百分点）。分剂型看毛利率，凝胶剂86.05%（减少0.34个百分点）、口服液80.92%（减少1.05个百分点）、片丸剂74.42%（增加3.78个百分点）、胶囊69.51%（增加2.86个百分点）、注射液71.60%（减少2.09个百分点）、贴剂78.91%（减少4.60个百分点）、颗粒剂及冲剂78.08%（减少2.78个百分点）。

##### ● 研发投入增长，费用率优化

2024Q1，公司销售费用率37.44%（同比减少6.52个百分点）、管理费用率8.57%（同比增加4.51个百分点）、财务费用率-0.67%（同比减少0.43个百分点），三项费用率合计45.34%（同比减少2.44个百分点），显示公司费用率优化。研发费用2.04亿元（+8.24%），研发费用率15.02%（同比增加1.08个百分点），研发投入持续增长。

**盈利预测与投资建议：**公司是中药创新龙头企业，产品储备丰厚，根据最新年报披露等基本面研究，调整盈利预测，预计2024/2025/2026年营业收入分别为57.20亿元/67.47亿元/79.34亿元（调整前为55.84亿元/65.07亿元/76.55亿元）；对应归母净利润为6.46亿元/7.75亿元

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4867.81	5720.16	6747.48	7934.26
增长比率(%)	11.88	17.51	17.96	17.59
归母净利润(百万元)	536.73	645.66	775.32	938.67
增长比率(%)	23.54	20.30	20.08	21.07
每股收益(元)	0.92	1.10	1.33	1.61
市盈率(倍)	20.33	16.90	14.07	11.62
市净率(倍)	2.10	1.87	1.65	1.44

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

#### 基础数据

总股本(百万股)	584.75
流通A股(百万股)	578.50
收盘价(元)	18.66
总市值(亿元)	109.11
流通A股市值(亿元)	107.95

#### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

#### 相关研究

年报业绩超预期，注射剂和非注射剂双轮驱动可期

非注射剂 Q3 业绩承压，各剂型毛利率全面提高

注射剂、颗粒剂、冲剂收入大幅增长，各剂型产品线毛利率实现正增长

分析师：黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

/9.39 亿元(调整前为 6.53 亿元/8.00 亿元/10.03 亿元)。对应 EPS1.10 元/股、1.33 元/股、1.61 元/股，对应 PE 为 16.90/14.07/11.62 (对应 2024 年 4 月 18 日收盘价 18.66 元)。基于公司是中药创新药龙头，具备长期增长潜力，维持“买入”评级。

**风险因素：**政策变化风险、产品质量控制风险、研发不达预期风险、药品市场准入风险

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4868</b>	<b>5720</b>	<b>6747</b>	<b>7934</b>
同比增速 (%)	11.88	17.51	17.96	17.59
营业成本	1253	1435	1674	1925
毛利	3615	4285	5074	6010
营业收入 (%)	74.27	74.91	75.20	75.74
税金及附加	75	92	108	126
营业收入 (%)	1.54	1.61	1.60	1.59
销售费用	1937	2231	2645	3118
营业收入 (%)	39.79	39.00	39.20	39.30
管理费用	347	458	526	611
营业收入 (%)	7.13	8.00	7.80	7.70
研发费用	772	915	1093	1309
营业收入 (%)	15.85	16.00	16.20	16.50
财务费用	-23	-22	-28	-39
营业收入 (%)	-0.47	-0.39	-0.42	-0.49
资产减值损失	-3	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	43	53	62	72
投资收益	15	12	15	18
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	2
<b>营业利润</b>	<b>564</b>	<b>677</b>	<b>808</b>	<b>977</b>
营业收入 (%)	11.58	11.84	11.97	12.31
营业外收支	-13	-15	-12	-13
<b>利润总额</b>	<b>551</b>	<b>662</b>	<b>796</b>	<b>963</b>
营业收入 (%)	11.32	11.58	11.79	12.14
所得税费用	4	6	6	8
净利润	547	657	789	955
营业收入 (%)	11.24	11.48	11.70	12.04
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>537</b>	<b>646</b>	<b>775</b>	<b>939</b>
同比增速 (%)	23.54	20.30	20.08	21.07
少数股东损益	10	11	14	17
EPS (元/股)	0.92	1.10	1.33	1.61

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.92	1.10	1.33	1.61
BVPS	8.88	9.98	11.31	12.92
PE	20.33	16.90	14.07	11.62
PEG	0.86	0.83	0.70	0.55
PB	2.10	1.87	1.65	1.44
EV/EBITDA	13.90	11.10	8.73	6.66
ROE	10.34%	11.06%	11.72%	12.43%
ROIC	9.79%	10.73%	11.52%	12.27%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1969	2061	2753	3520
交易性金融资产	460	612	703	797
应收票据及应收账款	654	895	1018	1190
存货	350	415	476	549
预付款项	29	48	55	60
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	588	836	936	1053
流动资产合计	4050	4865	5941	7168
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	2281	2185	2086	1983
在建工程	227	308	394	486
无形资产	197	154	112	71
商誉	59	59	59	59
递延所得税资产	46	51	51	51
其他非流动资产	253	353	351	349
<b>资产总计</b>	<b>7117</b>	<b>7978</b>	<b>8997</b>	<b>10171</b>
短期借款	0	-120	-220	-309
应付票据及应付账款	228	362	399	449
预收账款	0	0	0	0
合同负债	25	116	135	140
应付职工薪酬	26	36	41	46
应交税费	71	95	113	129
其他流动负债	1259	1176	1326	1467
流动负债合计	1609	1784	2014	2232
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	128	156	156	156
<b>负债合计</b>	<b>1737</b>	<b>1941</b>	<b>2171</b>	<b>2389</b>
归属于母公司的所有者权益	5193	5838	6614	7552
少数股东权益	188	199	213	230
<b>股东权益</b>	<b>5381</b>	<b>6037</b>	<b>6827</b>	<b>7782</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>7117</b>	<b>7978</b>	<b>8997</b>	<b>10171</b>

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1041</b>	<b>522</b>	<b>956</b>	<b>1017</b>
投资	-260	-152	-91	-93
资本性支出	-295	-102	-98	-98
其他	15	-87	17	20
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-540</b>	<b>-341</b>	<b>-173</b>	<b>-172</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	5	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	-120	-99	-90
筹资成本	-131	3	7	12
其他	-4	28	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-130</b>	<b>-89</b>	<b>-92</b>	<b>-78</b>
<b>现金净流量</b>	<b>371</b>	<b>92</b>	<b>692</b>	<b>767</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场