

中成药

康缘药业（600557.SH）

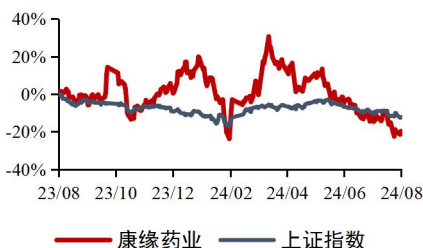
买入-A(维持)

二季度业绩承压，金振带动口服液恢复增长

2024年8月7日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年8月7日

收盘价(元):	14.07
年内最高/最低(元):	24.09/13.36
流通A股/总股本(亿):	5.78/5.82
流通A股市值(亿):	81.39
总市值(亿):	81.86

基础数据：2024年6月30日

基本每股收益(元):	0.46
摊薄每股收益(元):	0.46
每股净资产(元):	9.17
净资产收益率(%):	5.08

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

事件描述

- 公司发布2024年中报，实现营业收入22.60亿元，同比下降11.49%；实现归母净利润2.65亿元，同比下降3.73%；经营性现金流量净额3.91亿元，同比下降14.38%。实现EPS0.46元，ROE（加权）5.04%。
- 单季度数据来看，24Q2公司实现营业收入9.01亿元，同比下降24.98%；归母净利润1.17亿元，同比下降12.59%；扣非归母净利润0.81亿元，同比下降34.22%。单季度业绩承压明显。

事件点评

- 口服液去库存结束，销售恢复增长，注射剂高基数下降幅较大。分产品线看，口服液和凝胶剂实现增长。上半年口服液收入5.44亿元（+28.60%），凝胶剂收入0.21亿元（+107.87%），主要系金振口服液、筋骨止痛凝胶销售同比增长所致。注射剂收入8.40亿元（-27.49%），24Q2注射液剂收入3.02亿元（-46.80%），同比下滑较大与去年二季度高基数有关。

毛利率保持基本平稳。2024H1销售毛利率74.55%（-0.4pct），销售净利率12.01%（+0.93pct），扣非净利率9.77%（-0.51pct）。销售费用率37.8%（-4.8pct），管理费用率有所提升，同比增加5.0pct至9.3%。

- 研发持续强化。上半年，公司继续推进新品研发。中药提交药品上市注册申请（NDA）品种3个（龙七胶囊、参蒲盆安颗粒、玉女煎颗粒），双鱼颗粒、苏辛通窍颗粒完成III期临床研究，羌芩颗粒、七味脂肝颗粒获批临床试验；化药创新药DC20完成II期临床病例入组，注射用AAPB获批临床试验；化药仿制药获得3个药品批件（吡仑帕奈片（2mg、4mg）、泊沙康唑肠溶片）；用于多发性骨髓瘤及系统性红斑狼疮适应症生物药KYS202002A注射液开展I期临床品种。公司研发投入稳步上升，2024H1研发费用3.39亿元（-6.67%），研发费用率15.01%。上半年公司有7个品种新被列入9项指南共识，包括银杏二萜内酯葡胺注射液、九味熄风颗粒、金振口服液、种热毒宁注射液等，均为独家品种，显示出比较强劲的产品力。

- 销售上强化合规建设，强化学术转型赋能，聚焦核心品种群。在专业营销、合规营销的大背景下，公司强化学术转型赋能。院内市场以合规为原则，根据独家品种较多的特点，对品种进行分线和分层级管理；重塑核心品种学术引领，提升学术活动覆盖；提升团队的学术推广管理力度，优化配置人力资源。院外市场布局OTC和分销综合业务，OTC业务聚焦与十大连锁的合作，确定长期合作战略；分销综合业务不断发展中小连锁、单体药店、诊所卫生室等小终端客户覆盖数量，同时推进B2B、B2C线上销售。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



投资建议

➤ 预计公司 2024-2026 年收入分别为 48.03、54.82、61.53 亿元，归母净利润分别为 5.63、6.53、7.39 亿元，EPS 分别为 0.97、1.12、1.27 元，对应公司 8 月 7 日收盘价 14.07 元，PE 分别为 14.5、12.5、11.1 倍。我们认为，公司产品储备丰富，研发能力强，短期销售业绩有所承压，长期看研发新品种不断推出，持续夯实产品梯队，公司长期潜力可期，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 风险因素包括但不限于：重点品种集采降价的风险，中药政策调整的风险，营销变革不及预期的风险，产品研发失败的风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,351	4,868	4,803	5,482	6,153
YoY(%)	19.2	11.9	-1.3	14.1	12.2
归母净利润(百万元)	434	537	563	653	739
YoY(%)	35.5	23.5	4.9	15.9	13.2
毛利率(%)	72.1	74.3	74.7	74.7	74.7
EPS(摊薄/元)	0.75	0.92	0.97	1.12	1.27
ROE(%)	9.0	10.2	10.0	10.4	10.5
P/E(倍)	18.8	15.3	14.5	12.5	11.1
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
净利率(%)	10.0	11.0	11.7	11.9	12.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3730	4050	4776	5664	6470
现金	1601	1969	2757	3417	4246
应收票据及应收账款	728	654	547	671	696
预付账款	61	29	51	33	55
存货	343	350	290	421	359
其他流动资产	997	1048	1130	1122	1114
非流动资产	3066	3068	2816	2903	2961
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	2409	2281	2185	2375	2527
无形资产	398	369	313	254	193
其他非流动资产	255	414	314	270	237
资产总计	6796	7117	7592	8567	9431
流动负债	1781	1609	1749	2055	2164
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	373	228	412	281	412
其他流动负债	1408	1380	1337	1774	1752
非流动负债	81	128	106	109	111
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	81	128	106	109	111
负债合计	1862	1737	1855	2164	2276
少数股东权益	180	188	199	211	225
股本	585	585	585	585	585
资本公积	98	112	112	112	112
留存收益	4136	4544	4907	5318	5788
归属母公司股东权益	4754	5193	5538	6191	6930
负债和股东权益	6796	7117	7592	8567	9431

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	996	1041	924	919	1082
净利润	442	547	574	665	753
折旧摊销	193	191	178	213	233
财务费用	-9	-23	-19	-25	-30
投资损失	-4	-15	-15	-10	-5
营运资金变动	361	344	192	78	132
其他经营现金流	12	-2	15	-2	-1
投资活动现金流	-164	-540	84	-287	-285
筹资活动现金流	-168	-130	-220	28	32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.92	0.97	1.12	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	1.79	1.59	1.58	1.86
每股净资产(最新摊薄)	8.17	8.93	9.52	10.64	11.91

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4351	4868	4803	5482	6153
营业成本	1214	1253	1216	1386	1560
营业税金及附加	73	75	74	84	95
营业费用	1868	1937	1825	2078	2326
管理费用	190	347	427	482	535
研发费用	606	772	744	844	941
财务费用	-9	-23	-19	-25	-30
资产减值损失	-2	-3	-2	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	15	15	10	5
营业利润	455	564	588	680	769
营业外收入	3	6	0	0	0
营业外支出	12	19	10	10	10
利润总额	446	551	578	670	759
所得税	4	4	4	5	6
税后利润	442	547	574	665	753
少数股东损益	7	10	11	13	14
归属母公司净利润	434	537	563	653	739
EBITDA	631	732	744	867	973

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	19.2	11.9	-1.3	14.1	12.2
营业利润(%)	29.6	24.0	4.3	15.6	13.0
归属于母公司净利润(%)	35.5	23.5	4.9	15.9	13.2
获利能力					
毛利率(%)	72.1	74.3	74.7	74.7	74.7
净利率(%)	10.0	11.0	11.7	11.9	12.0
ROE(%)	9.0	10.2	10.0	10.4	10.5
ROIC(%)	9.0	10.1	10.0	10.3	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	27.4	24.4	24.4	25.3	24.1
流动比率	2.1	2.5	2.7	2.8	3.0
速动比率	1.4	1.9	2.2	2.2	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	6.0	7.0	8.0	9.0	9.0
应付账款周转率	3.3	4.2	3.8	4.0	4.5
估值比率					
P/E	18.8	15.3	14.5	12.5	11.1
P/B	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.6	8.4	7.2	5.4	4.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

