



买入 (维持)

所属行业: 医药生物/中药
当前价格(元): 31.50

康缘药业 (600557.SH): 收入与业绩符合预期, 23年持续向上趋势明确

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号: S0120522100005

邮箱: liuchuang@tebon.com.cn

陈进

资格编号: S0120521110001

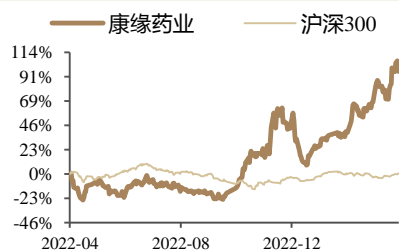
邮箱: chenjing3@tebon.com.cn

张俊

资格编号: S0120522080001

邮箱: zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	21.06	40.44	58.45
相对涨幅(%)	18.85	39.28	54.87

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《康缘药业 (600557.SH): 22年业绩迎来加速增长, 23年有望持续高增长》, 2023.2.21
- 《康缘药业 (600557.SH): 传承中药, 守正创新》, 2022.11.23

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年一季报, 23Q1 实现收入 13.5 亿元, 同比增长 25.4%, 归母净利润 1.41 亿元, 同比增长 28.6%, 扣非净利润 1.39 亿元, 同比增长 30.7%。
- **23 年迎开门红, 业绩持续向上趋势明确。** 公司 23Q1 归母净利润同比增长 28.6%, 扣非净利润同比增长 30.7%, 延续 22 年基本面强劲向上势头。23Q1 收入高增长主要系: 1) 一线品种热毒宁注射液快速增长, 带动整个注射液板块收入 48% 增长; 2) 二线品种杏贝止咳颗粒快速增长带动整个颗粒剂、冲剂的营业收入同比增长 158%。
- **中药创新龙头, 持续大比例研发投入。** 公司为中药创新龙头公司之一, 董事长是工程院院士, 是国内较早推行中药现代化转型的中药企业, 从研发到生产均秉承中药现代化理念, 研发投入持续加大; 23Q1 研发费用 1.89 亿, 同比增长 30.8%, 收入占比 14%, 与 2022 年占比基本持平, 在整个中药行业中持续处于领先地位。2022 年公司投入研发费用 6.1 亿, 同比增长 21.3%, 研发费用率达 13.9%, 研发投入在中药公司中处领先地位。公司在研与获批数量均领先其他中药企业, 2019-2022 年 CDE 共批准 31 个中药新药上市, 其中康缘药业获批 4 个 (筋骨止痛凝胶、银翘清热片、散寒化湿颗粒、苓桂术甘颗粒); 2019-2022 年, 公司共申请 5 个 1.1 类中药创新药产品的 IND (银杏内酯滴丸、九味疏风平喘颗粒、静脉炎颗粒、补髓益智颗粒、枣柏安神颗粒), 遥遥领先行业发展。
- **现有销售品种矩阵丰富, 新版基药目录调整有望继续受益。** 2012、2018 年两轮基药目录调整, 公司受益明显, 截至 2022 年末, 公司共有 43 个基药目录品种, 108 个医保目录品种, 核心品种中金振口服液、杏贝止咳颗粒、桂枝茯苓胶囊、腰痹通胶囊、复方南星止痛膏、银翘解毒软胶囊 6 个独家品种已被纳入国家基本药物目录。2023 年, 新版基药目录调整预计有望落地, 公司的九味熄风颗粒、天舒胶囊、龙血通络胶囊、散结镇痛胶囊、通塞脉片等多款独家医保品种具有新进潜力, 若成新进独家基药品种, 有利于后续放量, 为公司成长提供持续动力。
- **投资建议:** 公司坚持守正创新, 引领中药传承创新发展, 受益于当前较好的政策支持环境, 有望凭借已经构筑的强研发实力竞争优势稳固市场地位, 同时通过营销改革加速产品放量, 23-24 年业绩有望持续高增长。预计 2023-2025 年公司营收分别为 53.9/65.9/80.2 亿元、归母净利润分别为 5.5/6.7/8.0 亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品降价风险, 行业竞争加剧的风险, 核心技术及业务人员流失风险

股票数据

总股本(百万股):	584.60
流通 A 股(百万股):	576.43
52 周内股价区间(元):	12.12-33.10
总市值(百万元):	18,414.84
总资产(百万元):	6,718.20
每股净资产(元):	8.37

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,649	4,351	5,392	6,588	8,021
(+/-)YOY(%)	20.3%	19.2%	23.9%	22.2%	21.8%
净利润(百万元)	321	434	554	671	798
(+/-)YOY(%)	21.9%	35.5%	27.4%	21.2%	19.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.56	0.75	0.95	1.15	1.37
毛利率(%)	71.9%	72.1%	71.8%	71.5%	70.2%
净资产收益率(%)	7.4%	9.1%	10.4%	11.2%	11.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.75	0.95	1.15	1.37
每股净资产	8.13	9.08	10.23	11.59
每股经营现金流	1.70	1.80	2.92	3.67
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	25.00	35.43	29.63	25.71
P/B	2.31	3.49	3.12	2.79
P/S	4.23	3.40	2.79	2.32
EV/EBITDA	14.79	10.51	9.23	7.32
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	72.1%	71.8%	71.5%	70.2%
净利润率	10.0%	10.3%	10.2%	10.0%
净资产收益率	9.1%	10.4%	11.2%	11.8%
资产回报率	6.4%	7.6%	8.0%	8.2%
投资回报率	0.0%	10.0%	11.0%	11.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.2%	23.9%	22.2%	21.8%
EBIT 增长率	-100.0%	—	24.4%	19.5%
净利润增长率	35.5%	27.4%	21.2%	19.0%
偿债能力指标				
资产负债率	27.4%	25.0%	26.6%	28.8%
流动比率	2.1	2.4	2.4	2.4
速动比率	1.9	2.1	2.1	2.1
现金比率	0.9	0.8	0.9	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	61.1	72.0	71.0	70.0
存货周转天数	103.1	120.0	120.0	120.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	1.8	2.2	2.5	3.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	434	554	671	798
少数股东损益	7	6	7	8
非现金支出	195	1,060	1,110	1,366
非经营收益	-2	9	8	6
营运资金变动	361	-573	-86	-33
经营活动现金流	996	1,055	1,709	2,146
投资	-189	-1,185	-1,255	-1,355
其他	21	0	0	0
其他	4	9	11	12
投资活动现金流	-164	-1,175	-1,244	-1,342
债权募资	-235	0	0	0
股权募资	69	0	0	0
其他	-2	0	0	0
融资活动现金流	-168	0	0	0
现金净流量	664	-120	465	803

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 7 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,351	5,392	6,588	8,021
营业成本	1,214	1,521	1,875	2,391
毛利率%	72.1%	71.8%	71.5%	70.2%
营业税金及附加	73	86	105	128
营业税金率%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	1,868	2,254	2,734	3,289
营业费用率%	42.9%	41.8%	41.5%	41.0%
管理费用	190	226	270	305
管理费用率%	4.4%	4.2%	4.1%	3.8%
研发费用	606	755	922	1,099
研发费用率%	13.9%	14.0%	14.0%	13.7%
EBIT	0	589	732	875
财务费用	-9	-7	10	16
财务费用率%	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.2%
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	4	5	7	8
营业利润	455	616	743	882
营业外收支	-9	-15	-15	-15
利润总额	446	601	729	867
EBITDA	193	1,648	1,842	2,241
所得税	4	42	51	61
有效所得税率%	0.9%	7.0%	7.0%	7.0%
少数股东损益	7	6	7	8
归属母公司所有者净利润	434	554	671	798

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,601	1,481	1,947	2,750
应收账款及应收票据	728	1,064	1,282	1,538
存货	343	500	616	786
其它流动资产	1,058	1,112	1,268	1,450
流动资产合计	3,730	4,157	5,112	6,525
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	2,409	2,499	2,653	2,654
在建工程	99	169	185	198
无形资产	231	181	141	101
非流动资产合计	3,066	3,172	3,298	3,268
资产总计	6,796	7,329	8,411	9,793
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	373	513	632	806
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,408	1,243	1,527	1,929
流动负债合计	1,781	1,755	2,159	2,735
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	81	81	81	81
非流动负债合计	81	81	81	81
负债总计	1,862	1,836	2,240	2,816
实收资本	585	585	585	585
普通股股东权益	4,754	5,308	5,979	6,777
少数股东权益	180	185	192	200
负债和所有者权益合计	6,796	7,329	8,411	9,793

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。