

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

康缘药业（600557）

投资评级 增持

上次评级 增持

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号：S1500523080002

联系电话：19328759065

邮箱：tangaijin@cindasc.com

吴欣 医药行业分析师

执业编号：S1500523050001

联系电话：15821927090

邮箱：wuxin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

业绩表现亮眼，24年推动非注射剂品种上量

2024年03月11日

事件：1) 康缘药业发布2023年年度报告，2023年公司实现营业收入48.68亿元，同比增长11.88%；实现归母净利润5.37亿元，同比增长23.54%；实现扣非归母净利润4.99亿元，同比增长26.47%；经营性现金流量净额10.41亿元，同比增长4.52%；2023年公司EPS为0.93元/股，同比增长24.00%。2) 康缘药业公告，公司合计拟派发现金红利2.16亿元（含税），2023年度公司现金分红比例为40.25%。

点评：

- **2023年净利润增速较快，热毒宁放量带动。**据公司公告，2023年四季度，公司实现营收13.72亿元（同比+11.95%），实现归母净利润1.87亿元（同比+22.25%），在去年同期感冒药畅销形成的收入高基数下，公司业绩表现仍然较好。据年度报告，从收入端来看，公司注射液业务2023年实现营收21.74亿元（+49.80%），主要系热毒宁注射液销售量同比增长90.93%所致；公司颗粒剂、冲剂业务2023年实现营收3.28亿元（+16.82%），其他口服剂型和外用剂型收入短期承压，公司2023年整体销售毛利率和净利率同比略有提升。费用端来看，2023年，公司销售费用率同比下降，管理费用率和研发费用率同比提升，整体费用控制较为稳健，盈利能力稳中有升。
- **持续推动新药研发，加强已上市品种培育和技术平台建设。**据公司年报，2023年，公司中药新药济川煎颗粒获批，申报生产3个（六味地黄苷糖片、泻白颗粒、玉女煎颗粒），6个中药获批临床（小儿佛芍和中颗粒、小儿健脾颗粒、梳黄贴膏、乌鳖还闰颗粒、五味益心颗粒、杏贝止咳颗粒增加感染后咳嗽适应症）。公司完成热毒宁颗粒新冠病毒感染RCT研究及腰痹通胶囊腰椎间盘突出症RCT研究全部病例入组，金振口服液支原体肺炎研究完成统计分析及总结报告。公司重组国家重点实验室获批，国家企业技术中心评估位列全省医药行业第一。我们认为公司研发管线的扩容和兑现有望带来新的业绩增长点。
- **分红比例实现历史性突破，2024年聚焦非注射剂业务发展。**公司2023年分红比例达40.25%，达上市以来最高值。据年报中2024年经营计划，公司将聚焦核心品种群和非注射剂品种发展，聚焦热毒宁、银杏二萜内酯葡胺注射液、金振口服液、天舒胶囊/片、杏贝止咳颗粒五大核心产品。热毒宁注射液“重症”支付限制已取消，持续发挥金振口服液“儿童抗病毒和祛痰止咳中成药第一品牌”的治疗优势。针对非注射剂品种上量，专人专做，解决终端无人做的困局，加快培育以天舒胶囊、通塞脉片、大株红景天胶囊、龙血通络胶囊为代表的心脑品种，以桂枝茯苓胶囊/片和散结镇痛胶囊为代表的妇科线品种，以腰痹通胶囊和复方南星止痛膏为代表的骨科线品种，我们看好公司2024年非注射剂业务企稳提速。

- **盈利预测与评级：**我们预计康缘药业2024-2026年营收分别为
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

56.36/65.55/76.82 亿元，归母净利润分别为 6.41/7.68/9.14 亿元，对应 PE 分别为 19/16/13X，维持“增持”评级。

➤ **风险因素：**行业政策风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险、研发风险。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,351	4,868	5,636	6,555	7,682
增长率 YoY %	19.2%	11.9%	15.8%	16.3%	17.2%
归属母公司净利润(百万元)	434	537	641	768	914
增长率 YoY%	35.5%	23.5%	19.5%	19.7%	19.0%
毛利率%	72.1%	74.3%	74.7%	74.5%	74.2%
净资产收益率 ROE%	9.1%	10.3%	11.2%	12.1%	12.9%
EPS(摊薄)(元)	0.74	0.92	1.10	1.31	1.56
市盈率 P/E(倍)	25.24	22.36	18.84	15.74	13.23
市净率 P/B(倍)	2.31	2.31	2.12	1.91	1.70

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 03 月 11 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	3,730	4,050	4,527	5,411	6,317	
货币资金	1,601	1,969	2,269	2,943	3,567	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	728	654	772	889	1,047	
预付账款	61	29	43	44	56	
存货	343	350	391	458	542	
其他	997	1,048	1,052	1,077	1,104	
非流动资产	3,066	3,068	3,281	3,428	3,616	
长期股权投资	4	4	4	4	4	
固定资产(合计)	2,409	2,281	2,344	2,412	2,489	
无形资产	231	197	354	378	427	
其他	421	585	579	634	696	
资产总计	6,796	7,117	7,808	8,839	9,933	
流动负债	1,781	1,609	1,771	2,161	2,475	
短期借款	0	0	0	50	0	
应付票据	12	0	8	5	8	
应付账款	362	228	274	313	375	
其他	1,408	1,380	1,490	1,793	2,092	
非流动负债	81	128	128	128	128	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	81	128	128	128	128	
负债合计	1,862	1,737	1,899	2,289	2,603	
少数股东权益	180	188	201	217	235	
归属母公司股东权益	4,754	5,193	5,708	6,333	7,094	
负债和股东权益	6,796	7,117	7,808	8,839	9,933	

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	4,351	4,868	5,636	6,555	7,682	
同比(%)	19.2%	11.9%	15.8%	16.3%	17.2%	
归属母公司净利润	434	537	641	768	914	
同比(%)	35.5%	23.5%	19.5%	19.7%	19.0%	
毛利率(%)	72.1%	74.3%	74.7%	74.5%	74.2%	
ROE(%)	9.1%	10.3%	11.2%	12.1%	12.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.74	0.92	1.10	1.31	1.56	
P/E	25.24	22.36	18.84	15.74	13.23	
P/B	2.31	2.31	2.12	1.91	1.70	
EV/EBITDA	15.76	14.85	13.44	10.57	8.24	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	4,351	4,868	5,636	6,555	7,682	
营业成本	1,214	1,253	1,428	1,672	1,979	
营业税金及附加	73	75	85	98	115	
销售费用	1,868	1,937	2,311	2,655	3,073	
管理费用	190	347	395	459	538	
研发费用	606	772	817	950	1,114	
财务费用	-9	-23	-18	-19	-16	
减值损失合计	1	-3	0	0	0	
投资净收益	4	15	11	13	15	
其他	41	44	46	53	62	
营业利润	455	564	676	806	957	
营业外收支	-9	-13	-13	-13	-13	
利润总额	446	551	663	793	944	
所得税	4	4	8	10	11	
净利润	442	547	655	783	932	
少数股东损益	7	10	13	16	19	
归属母公司净利润	434	537	641	768	914	
EBITDA	594	676	730	870	1,033	
EPS(当年)(元)	0.74	0.92	1.10	1.31	1.56	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	996	1,041	771	1,068	1,189	
净利润	442	547	655	783	932	
折旧摊销	193	191	130	150	170	
财务费用	2	0	0	1	1	
投资损失	-4	-15	-11	-13	-15	
营运资金变动	361	344	-15	134	88	
其它	2	-25	12	12	12	
投资活动现金流	-164	-540	-231	-163	-193	
资本支出	-189	-295	-240	-168	-200	
长期投资	21	-260	0	-5	-5	
其他	4	15	9	10	12	
筹资活动现金流	-168	-130	-240	-231	-371	
吸收投资	69	5	0	0	0	
借款	-235	0	0	50	-50	
支付利息或股息	-2	-131	-240	-281	-321	
现金净增加额	664	371	299	674	625	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券，负责创新药板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。