

年报业绩超预期，注射剂和非注射剂双轮驱动可期

买入 (维持)

——康缘药业 (600557) 点评报告

2024 年 03 月 12 日

报告关键要素:

3 月 10 月，公司发布 2023 年年度业绩报告。

公司 2023 年实现营收 48.68 亿元 (+11.88%)，归母净利润 5.37 亿元 (+23.54%)，扣非净利润 4.99 亿元 (+26.47%)。其中 4Q23 收入、归母净利润、扣非净利润分别同比+11.95%、+22.25%、+38.33%。

投资要点:

● 注射液核心大品种实现恢复性增长，未来有望步入稳健增长趋势

2023 年，公司注射液营收 21.74 亿元，同比+49.80%，毛利率 73.63%，同比+0.02pct。注射剂增长主要由注射液热毒宁和银杏二萜内酯贡献，2023 年销量分别同比增长 90.93%和 21.98%。独家品种热毒宁注射液在《国家医保目录》中成药部分医保支付范围由“限二级及以上医疗机构重症患者”调整为“限二级及以上医疗机构”，推动公司注射液 2023 年恢复性增长，未来有望进入稳健增长趋势。

● 非注射液收入有望实现恢复性增长

2023 年，公司胶囊剂营收 8.88 亿元，同比+1.70%，毛利率 67.68%，同比+6.63pct；口服液营收 8.64 亿元，同比-22.99%，毛利率 81.28%，同比+1.21pct；片剂营收 3.51 亿元，同比+3.68%，毛利率 72.89%，同比+7.18pct；颗粒剂、冲剂营收 3.28 亿元，同比+16.82%，毛利率 76.09%，同比+8.14pct；贴剂营收 2.11 亿元，同比-6.55%，毛利率 82.56%，同比-1.28pct；凝胶剂营收 0.24 亿元，同比-26.07%，毛利率 86.27%，同比增加 1.33pct。随着 2023 年下半年反腐带来的影响逐步出清，院内学术活动正常开展，公司非注射液收入有望实现恢复性增长。

● 创新驱动，营销体系持续优化

2023 年公司研发费用为 7.7 亿元，同比增长 27.40%。公司中药获批新药注册批件 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、栀黄贴膏、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）。2023 年，公司实现从传统营销模式向新型学术推

基础数据

总股本 (百万股)	584.75
流通股 (百万股)	578.50
收盘价 (元)	20.67
总市值 (亿元)	120.87
流通 A 股市值 (亿元)	119.58

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

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

创新赋能，独家品种有望受益于销售组织架构优化持续放量

分析师: 黄婧婧

执业证书编号: S0270522030001

电话: 18221003557

邮箱: huangjj@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4867.81	5584.10	6507.10	7655.41
增长率 (%)	11.88	14.71	16.53	17.65
归母净利润 (百万元)	536.73	652.75	799.69	1003.30
增长率 (%)	23.54	21.62	22.51	25.46
每股收益 (元)	0.92	1.12	1.37	1.72
市盈率 (倍)	22.52	18.52	15.11	12.05
市净率 (倍)	2.33	2.07	1.82	1.58

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

广模式转变；启动“潘医生工程”，由全国到区域快速推进，营销能力持续优化。

● **盈利能力提升，三费占比降低**

公司 2023 年销售毛利率为 74.27% (同比+2.17pct)。费用率方面，2023 年销售/管理/财务费用率分别为 39.79% (同比-3.14 pct)、7.13% (同比+2.77 pct)、-0.47% (同比-0.27 pct)，三费占比合计为 46.45% (同比-0.64 pct)。公司 2023 年销售净利率和 ROE (加权) 分别为 11.24% (同比+1.08 pct) 和 10.75% (同比+1.14 pct)。

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 55.84 亿元/65.07 亿元/76.55 亿元 (调整前为 55.52 亿元/64.84 亿元/-)；对应归母净利润为 6.53 亿元/8.00 亿元/10.03 亿元 (调整前为 6.45 亿元/7.68 亿元/-)。对应 EPS1.12 元/股、1.37 元/股、1.72 元/股，对应 PE 为 18.52/15.11/12.05 (对应 2024 年 3 月 11 日收盘价 20.67 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
营业收入	4868	5584	6507	7655
同比增速 (%)	11.88	14.71	16.53	17.65
营业成本	1253	1601	1895	2220
毛利	3615	3983	4612	5436
营业收入 (%)	74.27	71.32	70.88	71.00
税金及附加	75	90	104	122
营业收入 (%)	1.54	1.61	1.60	1.59
销售费用	1937	2178	2473	2833
营业收入 (%)	39.79	39.00	38.00	37.00
管理费用	347	335	364	421
营业收入 (%)	7.13	6.00	5.60	5.50
研发费用	772	782	944	1148
营业收入 (%)	15.85	14.00	14.50	15.00
财务费用	-23	-22	-30	-42
营业收入 (%)	-0.47	-0.40	-0.46	-0.55
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	51	60	70
投资收益	15	11	14	17
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
营业利润	564	685	833	1043
营业收入 (%)	11.58	12.26	12.80	13.62
营业外收支	-13	-15	-12	-13
利润总额	551	670	821	1030
营业收入 (%)	11.32	11.99	12.61	13.45
所得税费用	4	6	7	8
净利润	547	664	814	1021
营业收入 (%)	11.24	11.89	12.51	13.34
归属于母公司的净利润	537	653	800	1003
同比增速 (%)	23.54	21.62	22.51	25.46
少数股东损益	10	11	14	18
EPS (元/股)	0.92	1.12	1.37	1.72

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.92	1.12	1.37	1.72
BVPS	8.88	9.97	11.34	13.06
PE	22.52	18.52	15.11	12.05
PEG	0.96	0.86	0.67	0.47
PB	2.33	2.07	1.82	1.58
EV/EBITDA	13.90	12.23	9.47	6.96
ROE	10.34%	11.19%	12.06%	13.14%
ROIC	9.79%	10.86%	11.84%	12.97%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1969	2259	3041	3939
交易性金融资产	460	612	707	803
应收票据及应收账款	654	873	982	1148
存货	350	463	539	633
预付款项	29	53	62	69
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	588	885	978	1096
流动资产合计	4050	5145	6308	7688
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	46	46	46
其他非流动资产	253	250	248	247
资产总计	7117	8151	9257	10584
短期借款	0	-120	-220	-309
应付票据及应付账款	228	404	451	518
预收账款	0	0	0	0
合同负债	25	113	131	135
应付职工薪酬	26	40	47	53
应交税费	71	93	109	125
其他流动负债	1259	1342	1548	1758
流动负债合计	1609	1992	2285	2590
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	128	128	128
负债合计	1737	2120	2413	2718
归属于母公司的所有者权益	5193	5831	6631	7634
少数股东权益	188	199	213	231
股东权益	5381	6031	6845	7866
负债及股东权益	7117	8151	9257	10584

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1041	660	1050	1152
投资	-260	-152	-95	-97
资本性支出	-295	-101	-98	-98
其他	15	15	16	19
投资活动现金流净额	-540	-238	-177	-176
债权融资	0	0	0	0
股权融资	5	-14	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	0	0	0
筹资活动现金流净额	-130	-132	-92	-78
现金净流量	371	290	781	898

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