



## 买入（维持）

所属行业：医药生物/中药 II  
当前价格(元)：14.16

### 证券分析师

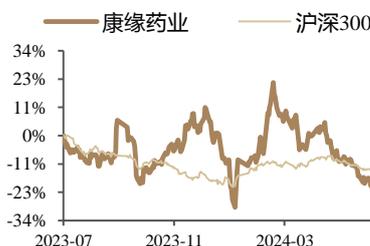
周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.81	-18.09	-26.09
相对涨幅(%)	-7.76	-11.93	-19.65

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1.《康缘药业(600557.SH): Q3业绩短期承压, 核心产品持续放量》, 2023.10.27

# 康缘药业(600557.SH): 短期业绩承压, 长期发展向好

### 投资要点

- 事件:** 2024年上半年, 公司实现营业收入22.6亿元(-11.49%, 同比, 下同), 实现归母净利润2.65亿元(-3.73%), 实现扣非归母净利润2.21亿元(-15.95%)。业绩低于我们预期。
- 前期高基数背景下业绩承压, 口服剂型表现亮眼:** 23H1公司业绩基数较高; 此外, 我们认为24H1国内医药领域反腐力度进一步加大也对公司业绩造成一定影响。分季度看, 24Q2公司实现收入9亿元(-24.98%), 实现归母净利润1.17亿元(-12.59%), 实现扣非归母净利润0.81亿元(-34.22%); 分产品线看, 24Q2公司注射液剂型实现收入3亿元(-46.8%), 胶囊剂型实现收入2.1亿元(-19.3%), 口服液剂型实现收入1.75亿元(+25.3%), 片剂剂型实现收入0.87亿元(-10.9%), 贴剂实现收入0.53亿元(-8.8%), 颗粒剂、冲剂实现收入0.58亿元(-14.6%), 凝胶剂实现收入0.13亿元(+61.9%)。
- 合规化营销深度推进, OTC建设有望贡献增量:** 在专业营销、合规营销的大背景下, 公司强化学术转型赋能, “潘医生”工程, 即强化产品知识培训和诊疗六步技能培训。通过“潘医生工程”的专业赋能, 可助力公司营销团队学术和专业提升, 将康缘创新中药的学术信息、临床价值精准地传递给客户, 满足患者临床需求。有望逐步将公司的研发优势转化为销售成果, 助力公司长期发展。此外, 公司高度重视布局OTC, 聚焦与十大连锁的合作, 以项目合作为依托, 确定长期合作战略, 倾力建设公司在OTC中成药领域的品牌形象, 提升品牌影响力, 未来有望贡献额外增量。
- 研发投入持续加强, 研发成果不断转化:** 24H1, 公司研发费用3.4亿元(-6.67%), 研发费用率15.01%(+0.77pct), 公司研发投入始终处于高位, 公司持续推动新产品研发, 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), 完成III期临床研究品种2个(双鱼颗粒、苏辛通窍颗粒), 获得临床试验批准通知书2个(羌芩颗粒、七味脂肝颗粒); 我们认为, 持续不断的研发投入, 对公司中药创新药的成果转化提供了有效的支撑, 未来公司有望持续补充产品梯队, 为公司长期发展提供助力。
- 盈利预测与投资建议:** 考虑到公司目前正处于销售转型阵痛期, 业绩承受一定压力, 我们将公司24-25年归母净利润预测由6.1/7.4亿元下调至5.6/6.5亿元, 同时预计2026年公司归母净利润为7.2亿元, 当前市值对应PE为15/13/11X, 同时考虑到公司是国内创新中药龙头, 拥有丰富的在研管线, 长期发展向好, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 销售改革进展不及预期, 政策重大变更风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	581.80	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
流通 A 股(百万股):	578.50	营业收入(百万元)	4,351	4,868	4,877	5,456	6,045
52 周内股价区间(元):	13.64-23.31	(+/-)YOY(%)	19.2%	11.9%	0.2%	11.9%	10.8%
总市值(百万元):	8,238.25	净利润(百万元)	434	537	561	645	718
总资产(百万元):	7,054.25	(+/-)YOY(%)	35.5%	23.5%	4.4%	15.0%	11.4%
每股净资产(元):	8.85	全面摊薄 EPS(元)	0.75	0.92	0.96	1.11	1.23
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	72.1%	74.3%	74.7%	74.8%	75.1%
		净资产收益率(%)	9.1%	10.3%	9.9%	10.2%	10.2%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.93	0.96	1.11	1.23
每股净资产	8.88	9.73	10.83	12.07
每股经营现金流	1.78	-0.68	1.12	1.22
每股股利	0.37	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	22.06	14.70	12.78	11.47
P/B	2.31	1.46	1.31	1.17
P/S	1.70	1.69	1.51	1.36
EV/EBITDA	13.90	11.01	8.62	7.15
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	74.3%	74.7%	74.8%	75.1%
净利润率	11.2%	11.6%	11.9%	12.0%
净资产收益率	10.3%	9.9%	10.2%	10.2%
资产回报率	7.5%	7.5%	7.8%	7.8%
投资回报率	9.8%	8.7%	9.4%	9.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.9%	0.2%	11.9%	10.8%
EBIT 增长率	20.8%	-3.4%	20.2%	9.1%
净利润增长率	23.5%	4.4%	15.0%	11.4%
偿债能力指标				
资产负债率	24.4%	21.6%	21.4%	21.1%
流动比率	2.5	3.0	3.3	3.6
速动比率	2.2	2.6	2.9	3.2
现金比率	1.2	0.9	1.2	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	51.1	64.1	75.8	76.1
存货周转天数	99.6	116.0	123.4	124.3
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	2.1	2.2	2.5	2.9

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	537	561	645	718
少数股东损益	10	6	7	7
非现金支出	194	110	107	103
非经营收益	-43	18	19	19
营运资金变动	344	-1,090	-128	-138
经营活动现金流	1,041	-396	649	709
资产	-295	-25	-19	-19
投资	-260	0	0	0
其他	15	-109	0	0
投资活动现金流	-540	-134	-19	-19
债权募资	0	0	0	0
股权募资	5	-95	0	0
其他	-135	30	0	0
融资活动现金流	-130	-65	0	0
现金净流量	371	-594	630	690

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,868	4,877	5,456	6,045
营业成本	1,253	1,235	1,373	1,504
毛利率%	74.3%	74.7%	74.8%	75.1%
营业税金及附加	75	82	92	102
营业税金率%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	1,937	2,073	2,319	2,599
营业费用率%	39.8%	42.5%	42.5%	43.0%
管理费用	347	273	273	302
管理费用率%	7.1%	5.6%	5.0%	5.0%
研发费用	772	732	818	907
研发费用率%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
EBIT	531	513	617	672
财务费用	-23	-59	-41	-60
财务费用率%	-0.5%	-1.2%	-0.8%	-1.0%
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	15	0	0	0
营业利润	564	591	677	752
营业外收支	-13	-19	-19	-19
利润总额	551	572	658	733
EBITDA	721	623	723	775
所得税	4	6	7	7
有效所得税率%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
少数股东损益	10	6	7	7
归属母公司所有者净利润	537	561	645	718

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,969	1,375	2,005	2,695
应收账款及应收票据	654	1,084	1,212	1,343
存货	350	446	496	543
其它流动资产	1,077	1,487	1,599	1,713
流动资产合计	4,050	4,392	5,313	6,295
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	2,281	2,200	2,124	2,051
在建工程	227	227	227	227
无形资产	197	167	137	107
非流动资产合计	3,068	3,073	2,966	2,863
资产总计	7,117	7,465	8,279	9,159
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	228	377	420	460
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,380	1,077	1,198	1,312
流动负债合计	1,609	1,454	1,617	1,772
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	128	158	158	158
非流动负债合计	128	158	158	158
负债总计	1,737	1,613	1,776	1,930
实收资本	585	582	582	582
普通股股东权益	5,193	5,659	6,303	7,021
少数股东权益	188	193	200	207
负债和所有者权益合计	7,117	7,465	8,279	9,159

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

## 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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；	<b>股票投资评级</b>	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。	<b>行业投资评级</b>	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。