

# 康缘药业（600557.SH）-2024年中报点评

## 短期业绩承压，创新研发成果持续兑现

优于大市

### 核心观点

**2024H1 业绩短期承压。**2024年上半年公司实现营收 22.60 亿元 (-11.5%)，归母净利润 2.65 亿元 (-3.7%)，扣非归母净利润 2.21 亿元 (-15.9%)。其中二季度单季营收 9.01 亿元 (-25.0%)，归母净利润 1.17 亿元 (-12.6%)，扣非归母净利润 0.81 亿元 (-33.1%)。

**毛利率略有下降，注射剂收入同比大幅下滑。**2024年上半年公司毛利 16.85 亿元 (-12.0%)，毛利率 74.55% (-0.41pp)，净利率 12.01% (+0.93pp)。分产品看，公司注射剂收入 8.40 亿元 (-27.5%)；口服液收入 5.44 亿元 (+28.6%)；胶囊收入 4.02 亿元 (-12.8%)；片丸剂收入 1.69 亿元 (-5.2%)；颗粒剂/冲剂收入 1.62 亿元 (-15.1%)；贴剂收入 1.04 亿元 (-10.9%)；凝胶剂/眼膏剂收入 0.21 亿元 (+107.9%)，注射剂收入对比其他产品同比下降显著，主要系 2023 年同期高基数。

**研发稳步推进，核心竞争力逐步增强。**2024年上半年，公司在中药领域提交了 3 个药品上市注册申请（龙七胶囊、参蒲盆安颗粒、玉女煎颗粒），完成了 2 个 III 期临床研究（双鱼颗粒、苏辛通窍颗粒），并获得 2 个临床试验批准通知书（羌苓颗粒、七味脂肝颗粒）；化药创新药完成了 1 个 II 期临床病例入组（DC20），获得 2 个临床试验批准通知书（注射用 AAPB, 10mg、25mg）；化药仿制药取得了 3 个药品注册证书；生物药开展了 1 个 I 期临床研究（KYS202002A 注射液多发性骨髓瘤及系统性红斑狼疮适应症）。同时，公司积极推进已上市品种的循证研究，加速构建多个科研技术平台，获批多项省、市级科研项目，新增博士以上拔尖人才 10 余人，新获授权发明专利近 20 件。

**风险提示：**研发推进不及预期；集采控费超预期；中药注射剂政策风险。

**投资建议：**在研管线丰富，长期发展前景可期，维持“优于大市”评级。

高基数下，2024年上半年公司短期业绩承压，叠加行业整顿等外部因素，下调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 5.42/6.10/6.76 亿元（原 2024/2025/2026 年 6.55/7.84/9.27 亿元），同比增速 0.99%/12.62%/10.78%。随着公司研发实力的成果显现，公司长期发展前景可期。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,351	4,868	4,759	4,998	5,255
(+/-%)	19.2%	11.9%	-2.2%	5.0%	5.1%
净利润(百万元)	434	537	542	610	676
(+/-%)	35.5%	23.5%	1.0%	12.6%	10.8%
每股收益(元)	0.74	0.92	0.93	1.04	1.16
EBIT Margin	9.2%	10.0%	12.1%	13.0%	13.8%
净资产收益率(ROE)	9.1%	10.3%	9.5%	9.8%	10.0%
市盈率(PE)	28.8	23.3	16.9	15.0	13.6
EV/EBITDA	24.4	21.2	13.3	12.0	10.9
市净率(PB)	2.63	2.41	1.62	1.48	1.35

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 医药生物·中药 II

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.75 元
总市值/流通市值	7418/7376 百万元
52 周最高价/最低价	24.09/12.65 元
近 3 个月日均成交额	138.57 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《康缘药业（600557.SH）—2023 年年报点评-增长稳健，23 年全年归母净利润增长 23.54%》——2024-03-15

《康缘药业（600557.SH）—2023 年三季报点评-三季度业绩承压，研发驱动长期增长》——2023-11-04

《康缘药业（600557.SH）—2023 年半年报点评-研发维持动力，业绩稳步增长》——2023-07-28

**2024H1 业绩短期承压。**2024 年上半年公司实现营收 22.60 亿元（-11.5%），归母净利润 2.65 亿元（-3.7%），扣非归母净利润 2.21 亿元（-15.9%）。其中二季度单季营收 9.01 亿元（-25.0%），归母净利润 1.17 亿元（-12.6%），扣非归母净利润 0.81 亿元（-33.1%）。

图1：康缘药业营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：康缘药业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：康缘药业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

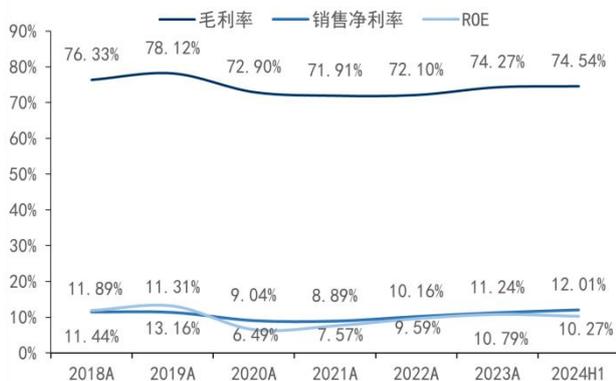
图4：康缘药业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

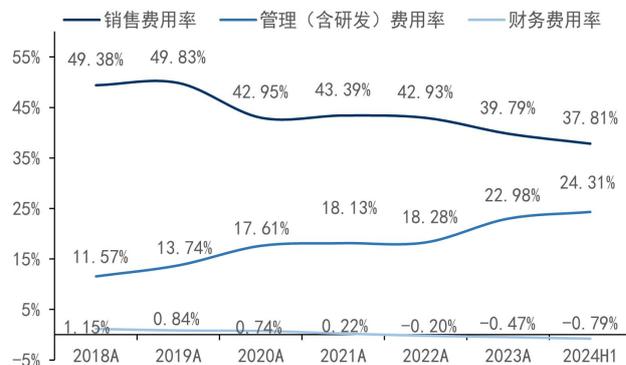
毛利率略有下降，内部管理有待进一步优化。2024 年上半年，公司毛利 16.85 亿元 (-12.0%)，毛利率 74.55% (-0.41pp)，净利率 12.01% (+0.93pp)。销售费用率为 37.81% (-4.83pp)，管理（含研发）费用率为 24.31% (+5.77pp)，财务费用率为 -0.79% (-0.49pp)，管理（含研发）费用率上升显著，销售费用率下降明显，总期间费用率基本保持稳定。

图5: 康缘药业毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

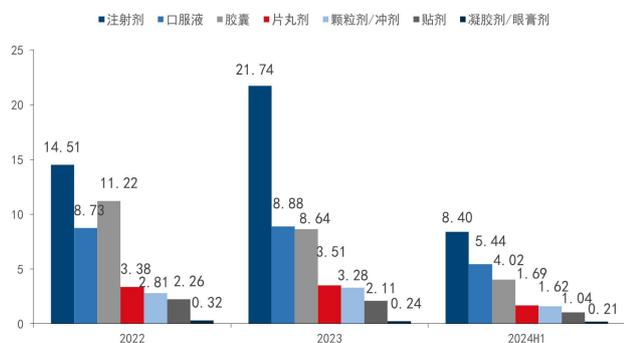
图6: 康缘药业三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

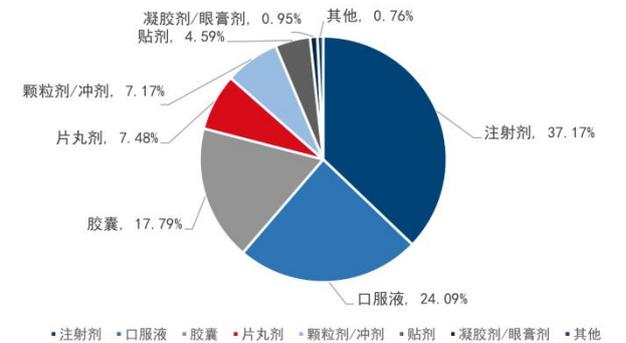
注射剂收入同比大幅下滑。2024 上半年公司注射剂收入 8.40 亿元 (-27.5%)；口服液收入 5.44 亿元 (+28.6%)；胶囊收入 4.02 亿元 (-12.8%)；片丸剂收入 1.69 亿元 (-5.2%)；颗粒剂/冲剂收入 1.62 亿元 (-15.1%)；贴剂收入 1.04 亿元 (-10.9%)；凝胶剂/眼膏剂收入 0.21 亿元 (+107.9%)。

图7: 康缘药业 2022-2024H1 年各产品收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 康缘药业 2024H1 各产品收入占比（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发稳步推进，核心竞争力逐步增强。1) 产品研发方面：2024 年上半年，公司在中药领域提交了 3 个药品上市注册申请（龙七胶囊、参蒲盆安颗粒、玉女煎颗粒），完成了 2 个 III 期临床研究（双鱼颗粒、苏辛通窍颗粒），并获得 2 个临床试验批准通知书（羌芩颗粒、七味脂肝颗粒）；化药创新药完成了 1 个 II 期临床病例入组（DC20），获得 2 个临床试验批准通知书（注射用 AAPB, 10mg、25mg）；化药仿制药取得了 3 个药品注册证书；生物药开展了 1 个 I 期临床研究（KYS202002A 注射液多发性骨髓瘤及系统性红斑狼疮适应症）。同时，公司积极推进已上市品种的循证研究，加速构建多个科研技术平台，获批多项省、市级科研项目，新增博士以上拔尖人才 10 余人，新获授权发明专利近 20 件。2) 科研平台构建方面：公司加速建设以 AI 技术为手段的中药新药研究平台、基因组学研究平台、中药功效组分（成分）库、心脑血管

管药物筛选与评价平台等为核心的基础研究与新药研发支撑平台。3) 人才引进方面：公司新增博士以上拔尖人才 10 余人，新获授权发明专利近 20 件公司在中药研发领域的竞争力逐步增强。

表1: 康缘药业 2024 年上半年产品研发进度

类型	药品名称	所处阶段
中药	龙七胶囊	提交药品上市注册申请
	参蒲盆安颗粒	
	玉女煎颗粒	
	双鱼颗粒	完成 III 期临床研究
	苏辛通窍颗粒	
	羌苓颗粒	
化药	七味脂肝颗粒	获批药物临床试验
	DC20	完成 II 期临床病例入组
	注射用 AAPB (10mg、25mg)	获批药物临床试验
化学原料药	吡仑帕奈片 (2mg、4mg)	获得药品注册证书
	泊沙康唑肠溶片	
生物药	KYS202002A 注射液	开展 I 期临床试验

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**智能制造持续深化，生产过程管理体系日趋完善。**2024 年上半年，公司启动中药颗粒剂智能化制药工厂项目，提升生产自动化、信息化和数字化水平，建设智能产线工艺数据库和批数据采集与分析系统，实现了生产数据的统一管理。基于“中药制药过程控制与智能制造技术全国重点实验室”平台，公司进一步推动智能制造，应用近红外技术和视觉检测技术提升生产质量控制，顺利通过了国家、省、市药监部门 5 次 GMP 符合性、专项以及飞行检查。

表2: 康缘药业“中药颗粒剂智能化制药工厂”项目建设情况

名称	报告期内建设情况
近红外技术	新增 2 个工序的在线近红外检测模型应用
数据挖掘算法知识库	新引入 6 种算法，其中 4 种算法已实现在生产中的应用
基于终点判断、过程控制相关研究	申请发明专利 3 个，均已进入实审阶段
视觉检测技术	建立颗粒剂视觉检测模型

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：在研管线丰富，长期发展前景可期，维持“优于大市”评级。**高基数下，2024 年上半年公司短期业绩承压，叠加行业整顿等外部因素，下调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 5.42/6.10/6.76 亿元（原 2024/2025/2026 年 6.55/7.84/9.27 亿元），同比增速 0.99%/12.62%/10.78%。随着公司研发实力的成果显现，公司长期发展前景可期。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/08/23 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600557.SH	康缘药业	12.75	74	0.92	0.92	0.93	1.04	13.8	13.9	13.8	12.2	10.8	3.3	优于大市
000999.SZ	华润三九	42.73	549	2.22	3.35	3.99	4.62	19.2	12.8	10.7	9.2	15.9	0.4	优于大市
600535.SH	天士力	13.51	202	0.72	0.81	0.89	0.97	18.8	16.8	15.2	13.9	8.6	1.4	无评级
600332.SH	白云山	29.07	447	2.49	2.74	3.01	3.36	11.7	10.6	9.7	8.6	12.1	0.9	无评级
002603.SZ	以岭药业	15.34	256	0.81	0.93	1.09	1.28	19.0	16.5	14.0	12.0	12.1	0.8	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：天士力、白云山、以岭药业为 Wind 一致预测

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1601	1969	2265	2846	3481	营业收入	4351	4868	4759	4998	5255
应收款项	738	659	807	791	811	营业成本	1214	1253	1239	1290	1345
存货净额	343	350	345	340	355	营业税金及附加	73	75	74	77	82
其他流动资产	878	611	814	830	811	销售费用	1868	1937	1670	1749	1834
<b>流动资产合计</b>	<b>3730</b>	<b>4050</b>	<b>4691</b>	<b>5267</b>	<b>5918</b>	管理费用	190	347	476	475	473
固定资产	2508	2508	2492	2473	2449	研发费用	606	772	714	750	788
无形资产及其他	231	197	189	182	174	财务费用	(9)	(23)	(21)	(24)	(24)
投资性房地产	323	358	358	358	358	投资收益	4	15	8	9	10
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	1	(3)	(0)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>6796</b>	<b>7117</b>	<b>7735</b>	<b>8285</b>	<b>8903</b>	其他收入	(565)	(728)	(676)	(708)	(750)
短期借款及交易性金融负债	0	0	135	26	35	营业利润	455	564	651	731	804
应付款项	373	228	326	305	296	营业外净收支	(9)	(13)	(13)	(13)	(10)
其他流动负债	1408	1380	1259	1376	1391	<b>利润总额</b>	<b>446</b>	<b>551</b>	<b>639</b>	<b>718</b>	<b>795</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1781</b>	<b>1609</b>	<b>1720</b>	<b>1707</b>	<b>1722</b>	所得税费用	4	4	89	101	111
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	7	10	7	7	7
其他长期负债	81	128	139	154	179	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>434</b>	<b>537</b>	<b>542</b>	<b>610</b>	<b>676</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>81</b>	<b>128</b>	<b>139</b>	<b>154</b>	<b>179</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1862</b>	<b>1737</b>	<b>1859</b>	<b>1862</b>	<b>1900</b>	净利润	434	537	542	610	676
少数股东权益	180	188	194	201	207	资产减值准备	1	3	0	(0)	(0)
股东权益	4754	5193	5682	6222	6795	折旧摊销	190	187	250	271	288
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6796</b>	<b>7117</b>	<b>7735</b>	<b>8285</b>	<b>8903</b>	公允价值变动损失	(1)	3	0	1	1
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(9)	(23)	(50)	(60)	(78)
每股收益	0.74	0.92	0.93	1.04	1.16	营运资本变动	355	181	(359)	117	14
每股红利	0.00	0.22	0.09	0.12	0.18	其它	6	5	6	6	6
每股净资产	8.13	8.88	9.72	10.64	11.62	<b>经营活动现金流</b>	<b>987</b>	<b>915</b>	<b>440</b>	<b>1006</b>	<b>985</b>
ROIC	9%	11%	10%	11%	12%	资本开支	0	(156)	(227)	(245)	(256)
ROE	9%	10%	10%	10%	10%	其它投资现金流	6	(290)	0	0	0
毛利率	72%	74%	74%	74%	74%	<b>投资活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>(446)</b>	<b>(227)</b>	<b>(245)</b>	<b>(256)</b>
EBIT Margin	9%	10%	12%	13%	14%	权益性融资	0	5	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	17%	18%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	19%	12%	-2%	5%	5%	支付股利、利息	(2)	(131)	(53)	(71)	(103)
净利润增长率	36%	24%	1%	13%	11%	其它融资现金流	(324)	155	135	(109)	9
资产负债率	30%	27%	27%	25%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(329)</b>	<b>(102)</b>	<b>82</b>	<b>(179)</b>	<b>(94)</b>
息率	0.0%	1.0%	0.6%	0.8%	1.1%	现金净变动	664	368	295	582	635
P/E	28.8	23.3	16.9	15.0	13.6	货币资金的期初余额	937	1601	1969	2265	2846
P/B	2.6	2.4	1.6	1.5	1.4	货币资金的期末余额	1601	1969	2265	2846	3481
EV/EBITDA	24.4	21.2	13.3	12.0	10.9	企业自由现金流	0	694	161	701	669
						权益自由现金流	0	849	339	644	745

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032