康缘药业（600557.SH）

强烈推荐（维持）

销售改革低点已过，重视研发管线价值

2024 年在营销转型和市场环境压力下，公司短期业绩有所承压，但是公司坚持推进以学术营销为核心的改革转型，落实品种精细化分线销售和分层级管理，虽然短期有所扰动但实现公司整体营销体系升级。此外公司研发管线价值得到体现，2024 年收购中新医药完善生物药领域的研发布局，自身在中药、化学药和生物药领域也有多个品种陆续进入临床或者获批上市阶段。

- **搭建以学术为核心的营销体系，精细化分线分层。**2024 年公司率先启动学术营销模式转型，推进“潘医生工程”，虽然短期内面临转型压力，但有利于公司长期销售合规化经营；此外公司深化精细化分层分线销售，根据产品特性和治疗领域差异划分销售线，对金振口服液、杏贝止咳颗粒等品种实施专人专做；逐步强化 OTC 布局，提升终端覆盖率，实现多业态并举，2024 年公司销售费用支出 15.35 亿元，同比下降 20.7%。
- **一体两翼研发布局以中药为基向化生药延展，管线价值逐步得到体现。**2024 年公司研发费用支出为 6.38 亿元，研发费用率达到 16.4%，研发投入强度连续多年处于中药行业前列，依靠“一体两翼研发格局”公司自主搭建了覆盖中药、化学药和生物药的产品布局。截至 2025Q1，公司有 4 个 1.1 类中药创新药、6 个 3.1 类经典名方以及 1 个 2 类创新药处于 NDA、pre-NDA 或者工艺验证阶段阶段，以及 3 个品种处于临床Ⅲ期；在化学药领域，公司有 4 个 1 类化药处于临床Ⅱ期，包括治疗阿尔兹海默病的氟诺哌齐片、治疗良性前列腺增生的喹诺利辛片等。2024 年，公司 2 个自主研发的生物药 1 类创新药获批临床，其中 KYS202002A 注射液用于多发性骨髓瘤和 KYS2020004A 用于银屑病适应症正处于Ⅰ期临床。
- **并购中新医药完善研发布局。**2024 年公司实现对中新医药 100%股权收购，中新医药聚焦代谢性疾病和神经系统疾病，拥有分子设计技术平台等多个创新性研发平台，中新医药的并表进一步完善公司在生物药领域的布局。目前中新医药获得 4 个创新药的 6 个临床批件，包括重组人神经生长因子注射液（ZX1305 注射液）、重组人神经生长因子滴眼液（ZX1305E 滴眼液）、三靶点长效减重（降糖）融合蛋白（ZX2021 注射液）、双靶点长效降糖（减重）融合蛋白（ZX2010 注射液），其中 ZX1305、ZX1035E、ZX2021 超重或肥胖适应症以及 ZX2010Ⅱ型糖尿病适应症均已进入临床Ⅱ期阶段。ZX2021 三靶点长效减重融合蛋白注射液于 2025 年 3 月获批开展临床Ⅱ期，目前正处于患者入组阶段，研发进展处于国内同靶点前列。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**我们看好公司销售改革后的核心产品放量潜力，以及研发管线价值将逐步得到体现，考虑销售改革调整节奏和市场变化调整预计 2025-2027 年将实现归母净利润 4.4/5.3/6.3 亿元，同比增长 13.0%20.2%/18.4%，对应 PE 为 21/17/15 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：政策变动、研发失败、市场竞争加剧、原材料价格波动风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4868	3898	4314	4814	5319
同比增长	12%	-20%	11%	12%	11%
营业利润(百万元)	564	385	451	542	642

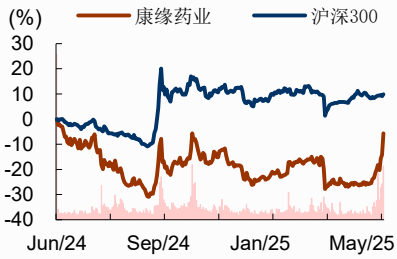
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：16.32 元

基础数据

总股本（百万股）	566
已上市流通股(百万股)	566
总市值（十亿元）	9.2
流通市值（十亿元）	9.2
每股净资产（MRQ）	8.1
ROE（TTM）	7.1
资产负债率	30.4%
主要股东	江苏康缘集团有限责任公司
主要股东持股比例	30.94%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	-2	-13
相对表现	14	1	-21



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《康缘药业（600557）—短期利润有所扰动，关注销售复苏节奏》2024-08-13
2、《康缘药业（600557）—利润表现亮眼，经营效率显著改善》2024-03-15
3、《康缘药业（600557）—创新中药龙头，营销改革成效渐显》2024-02-28

梁广楷 S1090524010001
liangguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
欧阳京 S1090524070012
ouyangjing@cmschina.com.cn

同比增长	24%	-32%	17%	20%	18%
归母净利润(百万元)	537	392	443	532	630
同比增长	24%	-27%	13%	20%	18%
每股收益(元)	0.95	0.69	0.78	0.94	1.11
PE	17.2	23.6	20.9	17.4	14.7
PB	1.8	2.0	2.0	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4050	3596	3629	4118	4828
现金	1969	2195	2300	2633	3186
交易性投资	460	40	60	70	80
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	654	526	582	649	718
其它应收款	5	6	7	8	9
存货	350	540	347	385	424
其他	611	288	333	372	411
非流动资产	3068	3311	3272	3241	3213
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	2281	2279	2277	2275	2273
无形资产商誉	428	418	377	339	305
其他	355	610	615	622	630
资产总计	**7117**	**6907**	**6902**	**7358**	**8041**
流动负债	1609	2044	1823	1919	2178
短期借款	0	0	157	0	0
应付账款	228	227	254	282	311
预收账款	25	25	28	32	35
其他	1355	1792	1384	1605	1832
长期负债	128	157	157	157	157
长期借款	0	0	0	0	0
其他	128	157	157	157	157
负债合计	**1737**	**2202**	**1980**	**2076**	**2335**
股本	585	582	566	566	566
资本公积金	64	(212)	(212)	(212)	(212)
留存收益	4544	4145	4372	4728	5145
少数股东权益	188	191	195	200	207
归属于母公司所有者权益	5193	4515	4727	5082	5499
负债及权益合计	**7117**	**6907**	**6902**	**7358**	**8041**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1041	702	290	755	833
净利润	547	381	447	538	637
折旧摊销	191	205	217	212	207
财务费用	(0)	22	(13)	(15)	(23)
投资收益	(15)	(21)	(74)	(87)	(100)
营运资金变动	348	118	(287)	107	112
其它	(30)	(2)	0	0	0
投资活动现金流	(540)	(15)	(124)	(103)	(90)
资本支出	(297)	(477)	(170)	(170)	(170)
其他投资	(243)	462	45	67	80
筹资活动现金流	(130)	(502)	(61)	(319)	(190)
借款变动	(184)	(118)	157	(157)	0
普通股增加	0	(3)	(16)	0	0
资本公积增加	30	(276)	0	0	0
股利分配	(47)	(129)	(215)	(177)	(213)
其他	70	24	13	15	23
现金净增加额	371	186	105	333	553

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4868	3898	4314	4814	5319
营业成本	1253	1044	1238	1377	1516
营业税金及附加	75	61	67	75	83
营业费用	1937	1535	1648	1820	1995
管理费用	347	318	345	375	404
研发费用	772	638	647	722	798
财务费用	(23)	6	(13)	(15)	(23)
资产减值损失	(2)	(16)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	43	84	50	60	70
投资收益	15	21	24	27	30
营业利润	564	385	451	542	642
营业外收入	6	12	15	17	19
营业外支出	19	12	14	16	18
利润总额	551	385	452	543	643
所得税	4	4	5	5	6
少数股东损益	10	(11)	4	5	6
归属于母公司净利润	537	392	443	532	630

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	12%	-20%	11%	12%	11%
营业利润	24%	-32%	17%	20%	18%
归母净利润	24%	-27%	13%	20%	18%
获利能力					
毛利率	74.3%	73.2%	71.3%	71.4%	71.5%
净利率	11.0%	10.1%	10.3%	11.1%	11.8%
ROE	10.8%	8.1%	9.6%	10.9%	11.9%
ROIC	10.4%	7.7%	8.9%	10.1%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	31.9%	28.7%	28.2%	29.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	2.3%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	1.8	2.0	2.1	2.2
速动比率	2.3	1.5	1.8	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.6	2.3	2.8	3.8	3.7
应收账款周转率	7.0	6.6	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	4.2	4.6	5.2	5.1	5.1
每股资料(元)					
EPS	0.95	0.69	0.78	0.94	1.11
每股经营净现金	1.84	1.24	0.51	1.33	1.47
每股净资产	9.17	7.97	8.35	8.98	9.71
每股股利	0.23	0.38	0.31	0.38	0.45
估值比率					
PE	17.2	23.6	20.9	17.4	14.7
PB	1.8	2.0	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	13.1	16.2	13.9	12.3	11.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。