

康缘药业（600557）

2025 半年报点评：业绩有所承压，创新管线稳步推进

买入（维持）

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

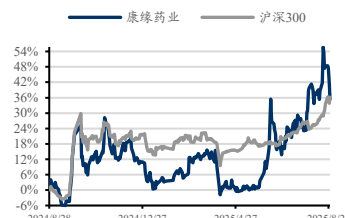
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,864	3,898	3,317	3,692	4,122
同比（%）	11.79	(19.86)	(14.89)	11.29	11.66
归母净利润（百万元）	464.16	391.86	356.62	420.42	495.32
同比（%）	6.83	(15.58)	(8.99)	17.89	17.81
EPS-最新摊薄（元/股）	0.82	0.69	0.63	0.74	0.87
P/E（现价&最新摊薄）	21.00	24.88	27.34	23.19	19.68

投资要点

- **事件：**2025 年 H1，公司实现营业收入 16.42 亿元（-27.29%，较去年同期下滑 27.29%，下同），归母净利润 1.42 亿元（-40.12%），扣非归母净利润为 1.2 亿元（-45.63%）；单 Q2 季度来看，公司实现营收 7.64 亿元（-15.09%），归母净利润 0.59 亿元（-42.43%），扣非归母净利润 0.38 亿元（-53.12%）。业绩有所承压。
- **片丸剂、贴剂表现相对较好，毛利率有所承压。**分产品来看，2025H1，注射剂收入 5.1 亿元（-39.73%），口服液收入 2.8 亿元（-48.78%），胶囊 3.8 亿元（-4.78%），片丸剂 1.9 亿元（+12.26%），颗粒剂、冲剂 1.3 亿元（-17.61%），贴剂 1.1 亿元（+4.78%），凝胶剂收入 0.24 亿元（+10.14%）。注射液、口服液销售承压，主要系热毒宁注射液、金振口服液销售同比下降所致。公司毛利率有所下滑，2025H1，公司销售毛利率 70.88%（-3.67pct，较去年同期下降 3.67 个百分点，下同），销售净利率 9.06%（-2.95pct），整体费用率有所降低。
- **创新管线稳步推进，多款产品值得期待：**ZX2021 三靶点（GLP-1R/GIPR/GCGR）长效减重（降糖）融合蛋白已处于二期临床试验阶段，进度位居国内前列。ZX2010 双靶点（GLP-1R/GIPR）长效降糖（减重）融合蛋白、重组人神经生长因子滴眼液（ZX1305E 滴眼液，治疗神经性角膜炎）已处于 II 期临床试验阶段；重组人神经生长因子注射液（ZX1305 注射液，治疗青光眼导致的视神经损伤）完成 IIa 期临床，正在准备 IIb 期临床试验。此外，化药 1 类创新药方面，氟诺哌齐片（DC20，治疗阿尔茨海默病）完成 II 期临床数据统计，预计 2025 年内启动三期临床；喹诺利辛片（DC042，治疗良性前列腺增生）、SIPI-2011 片（治疗室性心律失常）、WXSH0493 片（治疗高尿酸血症），正在积极推进 II 期临床试验。公司深度布局神经、代谢/降糖、自免等领域，积极推进重点品种的临床进度，打开想象空间。
- **盈利预测与投资评级：**公司上半年业绩有所承压，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测由 6.6/7.5 亿元下调为 3.6/4.2 亿元，2027 年预计为 5.0 亿元，当前市值对应 PE 为 27/23/20 倍。考虑到公司研发能力强，在研管线具有较大的估值弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策发生重大变更风险，产品销售推广不及预期风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.22
一年最低/最高价	11.77/20.20
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	9,749.25
总市值(百万元)	9,749.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.23
资产负债率(%，LF)	28.97
总股本(百万股)	566.16
流通 A 股(百万股)	566.16

相关研究

《康缘药业(600557)：2024 半年报点评：短期业绩有所承压，合规建设及创新研发持续推进》

2024-07-31

《康缘药业(600557)：2024 年一季度报点评：业绩符合预期，口服液剂型表现亮眼》

2024-04-14

朱

康缘药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,596	3,384	3,960	4,832	营业总收入	3,898	3,317	3,692	4,122
货币资金及交易性金融资产	2,235	1,548	1,850	2,566	营业成本(含金融类)	1,044	947	1,037	1,150
经营性应收款项	727	1,593	1,409	1,939	税金及附加	61	51	57	63
存货	540	143	605	225	销售费用	1,535	1,300	1,440	1,608
合同资产	0	0	0	0	管理费用	318	232	251	276
其他流动资产	93	99	96	102	研发费用	638	514	554	610
非流动资产	3,311	3,130	2,949	2,768	财务费用	6	(66)	(45)	(54)
长期股权投资	4	4	4	4	加:其他收益	84	33	37	41
固定资产及使用权资产	2,279	2,128	1,977	1,826	投资净收益	21	10	11	12
在建工程	473	473	473	473	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	171	141	111	81	减值损失	(18)	0	0	0
商誉	59	59	59	59	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	营业利润	385	382	447	523
其他非流动资产	309	309	309	309	营业外净收支	0	(19)	(19)	(19)
资产总计	6,907	6,514	6,909	7,600	利润总额	385	363	428	504
流动负债	2,044	1,315	1,286	1,477	减:所得税	4	3	3	4
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	381	360	425	500
经营性应付款项	227	352	282	421	减:少数股东损益	(11)	4	4	5
合同负债	25	142	104	57	归属母公司净利润	392	357	420	495
其他流动负债	1,792	822	900	999	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.63	0.74	0.87
非流动负债	157	157	157	157	EBIT	369	306	390	456
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	573	487	571	637
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	73.22	71.46	71.91	72.11
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	10.05	10.75	11.39	12.02
其他非流动负债	157	157	157	157	收入增长率(%)	(19.86)	(14.89)	11.29	11.66
负债合计	2,202	1,473	1,443	1,634	归母净利润增长率(%)	(15.58)	(8.99)	17.89	17.81
归属母公司股东权益	4,515	4,847	5,267	5,763					
少数股东权益	191	194	198	203					
所有者权益合计	4,705	5,041	5,466	5,966					
负债和股东权益	6,907	6,514	6,909	7,600					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	702	(654)	310	722	每股净资产(元)	7.76	8.56	9.30	10.18
投资活动现金流	(15)	(9)	(8)	(7)	最新发行在外股份(百万股)	566	566	566	566
筹资活动现金流	(502)	(24)	0	0	ROIC(%)	7.50	6.23	7.38	7.92
现金净增加额	186	(687)	302	716	ROE-摊薄(%)	8.68	7.36	7.98	8.60
折旧和摊销	205	181	181	181	资产负债率(%)	31.88	22.61	20.89	21.50
资本开支	(468)	(19)	(19)	(19)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.88	27.34	23.19	19.68
营运资本变动	99	(1,204)	(303)	34	P/B (现价)	2.22	2.01	1.85	1.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>