开源证券

医药生物/中药 II

康缘药业（600557.SH）

2025 年 08 月 28 日

2025H1 经营业绩短期承压，创新研发稳步推进

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2025/8/28
当前股价(元)	17.22
一年最高最低(元)	20.20/11.77
总市值(亿元)	97.49
流通市值(亿元)	97.49
总股本(亿股)	5.66
流通股本(亿股)	5.66
近 3 个月换手率(%)	290.79

股价走势图

数据来源：聚源

相关研究报告

余汝意（分析师）
yuruyi@kysec.cn
证书编号：S0790523070002

巢舒然（联系人）
chaoshuran@kysec.cn
证书编号：S0790123110015

● 经营业绩承压，看好创新管线布局成长潜力，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现营收 16.42 亿元（同比-27.29%，下文皆为同比口径）；归母净利润 1.42 亿元（-40.12%）；扣非归母净利润 1.20 亿元（-45.63%）。**从盈利能力来看，**2025H1 毛利率为 70.88%（-3.66pct），净利率为 9.06%（-2.95pct）。从**费用端来看，**2025H1 销售费用率为 34.81%（-3.00pct）；管理费用率为 10.16%（+0.86pct）；研发费用率为 15.02%（+0.01pct）；财务费用率为-0.05%（+0.75pct）。考虑到经营环境短期承压及营销建设调整尚需时间，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计分别为 3.80/4.31/4.91 亿元（原预测为 6.48/7.34 亿元），EPS 分别为 0.67/0.76/0.87 元/股，当前股价对应 PE 分别为 26.8/23.6/20.8 倍，但我们看好公司创新管线研发布局带来的成长潜力，维持“买入”评级。

● 片丸剂、贴剂和凝胶剂营收增长，其余品类销售相对承压

分产品来看，2025H1 公司注射液营收 5.06 亿元（-39.73%），胶囊营收 3.83 亿元（-4.78%），口服液营收 2.79 亿元（-48.78%），片丸剂营收 1.90 亿元（+12.26%），颗粒剂/冲剂营收 1.34 亿元（-17.61%），贴剂营收 1.09 亿元（+4.78%），凝胶剂营收 0.24 亿元（+10.14%）。其中注射液、口服液营收承压主要系报告期内热毒宁注射液和金振口服液销售下降所致。

● 创新引领发展，加深布局生物药、化药赛道

2024 年 12 月公司已完成中新医药 100%股权收购事宜，其生物药 1 类创新药布局值得关注，截至目前三靶点（GLP-1R/GIPR/GCGR）长效减重（降糖）融合蛋白（ZX2021 注射液）、双靶点（GLP-1R/GIPR）长效降糖（减重）融合蛋白（ZX2010 注射液）、重组人神经生长因子滴眼液（ZX1305E 滴眼液）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）正在准备 IIb 期临床试验。此外，化药 1 类创新药方面，公司的氟诺哌齐片（DC20，治疗阿尔茨海默病）完成 II 期临床数据统计，喹诺利辛片（DC042）等研发进程稳步推进。

● 风险提示：政策波动风险、产品销售不及预期、研发进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,864	3,898	3,529	3,750	4,035
YOY(%)	11.8	-19.9	-9.4	6.2	7.6
归母净利润(百万元)	464	392	380	431	491
YOY(%)	6.8	-15.6	-3.0	13.5	13.8
毛利率(%)	74.3	73.2	70.9	71.1	71.4
净利率(%)	9.5	10.1	10.8	11.5	12.2
ROE(%)	8.8	8.1	7.4	7.8	8.3
EPS(摊薄/元)	0.82	0.69	0.67	0.76	0.87
P/E(倍)	22.0	26.0	26.8	23.6	20.8
P/B(倍)	2.1	2.3	2.1	1.9	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4076	3596	4275	4994	5338
现金	1979	2195	3070	3475	3979
应收票据及应收账款	650	526	539	592	625
其他应收款	5	6	4	7	5
预付账款	30	27	25	30	29
存货	350	540	335	588	398
其他流动资产	1061	302	302	302	302
非流动资产	3113	3311	2889	2833	2806
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	2312	2279	2010	2077	2153
无形资产	370	359	315	259	207
其他非流动资产	427	669	560	493	442
资产总计	7189	6907	7164	7827	8144
流动负债	2042	2044	1926	2251	2197
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	237	227	229	251	262
其他流动负债	1806	1818	1696	1999	1935
非流动负债	128	157	157	157	157
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	128	157	157	157	157
负债合计	2171	2202	2083	2408	2354
少数股东权益	78	191	186	179	167
股本	585	582	566	566	566
资本公积	178	0	0	0	0
留存收益	4225	4145	4449	4771	5143
归属母公司股东权益	4940	4515	4895	5240	5623
负债和股东权益	7189	6907	7164	7827	8144

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	972	702	559	531	686
净利润	444	381	376	424	479
折旧摊销	201	205	161	167	179
财务费用	-1	6	-43	-56	-63
投资损失	-15	-21	-11	-13	-15
营运资金变动	345	99	77	11	107
其他经营现金流	-2	33	-1	-1	-1
投资活动现金流	-555	-15	273	-97	-137
资本支出	311	477	-261	111	152
长期投资	-260	420	-0	-0	-0
其他投资现金流	17	42	12	14	16
筹资活动现金流	-48	-502	43	-30	-45
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-3	0	0	0
资本公积增加	80	-178	0	0	0
其他筹资现金流	-129	-321	43	-30	-45
现金净增加额	369	186	875	405	504

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4864	3898	3529	3750	4035
营业成本	1251	1044	1026	1082	1156
营业税金及附加	75	61	57	60	64
营业费用	1937	1535	1271	1341	1432
管理费用	350	318	358	381	410
研发费用	847	638	533	576	619
财务费用	-1	6	-43	-56	-63
资产减值损失	-3	-21	0	0	0
其他收益	43	84	51	55	58
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	21	11	13	15
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	461	385	391	436	491
营业外收入	6	12	6	7	8
营业外支出	19	12	17	15	16
利润总额	448	385	379	428	483
所得税	4	4	4	4	5
净利润	444	381	376	424	479
少数股东损益	-20	-11	-4	-7	-12
归属母公司净利润	464	392	380	431	491
EBITDA	589	524	461	497	551
EPS(元)	0.82	0.69	0.67	0.76	0.87

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	11.8	-19.9	-9.4	6.2	7.6
营业利润(%)	1.3	-16.6	1.6	11.7	12.6
归属于母公司净利润(%)	6.8	-15.6	-3.0	13.5	13.8
获利能力					
毛利率(%)	74.3	73.2	70.9	71.1	71.4
净利率(%)	9.5	10.1	10.8	11.5	12.2
ROE(%)	8.8	8.1	7.4	7.8	8.3
ROIC(%)	7.6	6.8	5.9	6.1	6.4
偿债能力					
资产负债率(%)	30.2	31.9	29.1	30.8	28.9
净负债比率(%)	-36.9	-43.3	-57.3	-61.2	-66.0
流动比率	2.0	1.8	2.2	2.2	2.4
速动比率	1.8	1.4	2.0	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.1	6.6	6.6	6.6	6.6
应付账款周转率	4.2	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.69	0.67	0.76	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	1.24	0.99	0.94	1.21
每股净资产(最新摊薄)	8.73	7.97	8.65	9.26	9.93
估值比率					
P/E	22.0	26.0	26.8	23.6	20.8
P/B	2.1	2.3	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	14.0	16.4	16.7	14.7	12.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn