



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	18.01
总股本/流通股本（亿股）	5.66 / 5.66
总市值/流通市值（亿元）	102 / 102
52 周内最高/最低价	19.83 / 11.95
资产负债率(%)	31.9%
市盈率	26.49
第一大股东	江苏康缘集团有限责任公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 龙永茂
SAC 登记编号: S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

康缘药业(600557)

业绩阶段性承压，研发成果加速落地

● 业绩阶段性承压

公司发布 2025 年中报：2025H1 营业收入 16.42 亿元（-27.29%），归母净利润 1.42 亿元（-40.12%），扣非净利润 1.2 亿元（-45.63%），经营现金流净额 1.44 亿元（-60.91%）。鉴于复杂的外部环境和医药行业政策，以及呼吸、心脑血管疾病领域药品终端市场需求出现波动等影响，公司业绩阶段性承压。

从盈利能力来看，2025H1 毛利率为 70.88%（-3.67pct），归母净利率为 8.67%（-1.86pct），扣非净利率为 7.31%（-2.47pct）。

费率方面，公司提质增效成果显著，整体费用率下滑约 1.4 个百分点。2025H1 销售费用率为 34.81%（-3.04pct），管理费用率为 10.16%（+0.80pct），研发费用率为 15.02%（-1.10pct），财务费用率为 -0.05%（+0.20pct）。

● 片丸剂、贴剂、凝胶剂实现增长

分剂型来看，2025H1 注射液收入 5.06 亿元，同比-39.73%，主要系热毒宁注射液销售同比下降所致；口服液 2.79 亿元，同比-48.78%，主要系金振口服液销售同比下降所致；胶囊/颗粒剂冲剂收入分别为 3.83 亿元（-4.78%）/1.36 亿元（-17.61%）。实现增长的片丸剂/贴剂/凝胶剂收入分别为 1.90 亿元（+12.26%）/1.09 亿元（+4.78%）/0.24 亿元（+10.14%）。

● 研发成果加速落地，在研新药稳步推进

中药新药方面，公司已获得玉女煎颗粒（用于胃热阴虚证）药品注册证书；淫羊藿总黄酮胶囊新增血管性痴呆适应症、固本消疹颗粒（用于慢性自发性荨麻疹卫表不固证）、连参更年颗粒（用于更年期综合征（阴虚火旺证））3 项临床批件。

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；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；KYS2301 凝胶（治疗特应性皮炎）获批临床。

生物药 1 类创新药方面，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，治疗神经营养性角膜炎）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 II a 期临床，正在准备 II b 期临床试验；KYS202002A 注射液新获批开展联合泊马度胺、地塞米松等方案用于复发难治性多发性骨髓瘤的临床试验，该适应症前期已在中国、美国获得临床研究许可。

● 盈利预测及投资建议

公司持续强化内部治理，深化营销学术引领及合规建设，研发成果持续落地，成长潜力大，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 38.98、42.89、47.28 亿元，归母净利润分别为 3.93、4.44、5.05 亿元，当前股价对应 PE 分别为 26、23、20 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

创新药研发进度不及预期风险；集采降价风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3898	3898	4289	4728
增长率(%)	-19.86	0.00	10.03	10.25
EBITDA（百万元）	573.27	563.90	611.54	668.53
归属母公司净利润（百万元）	391.86	392.72	444.19	504.93
增长率(%)	-15.58	0.22	13.11	13.67
EPS(元/股)	0.69	0.69	0.78	0.89
市盈率（P/E）	26.02	25.96	22.96	20.19
市净率（P/B）	2.26	2.09	1.91	1.75
EV/EBITDA	9.99	13.77	11.31	9.20

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	3898	3898	4289	4728	营业收入	-19.9%	0.0%	10.0%	10.2%
营业成本	1044	1044	1138	1242	营业利润	-16.6%	3.0%	11.4%	13.5%
税金及附加	61	62	67	74	归属于母公司净利润	-15.6%	0.2%	13.1%	13.7%
销售费用	1535	1587	1737	1910	获利能力				
管理费用	318	269	305	349	毛利率	73.2%	73.2%	73.5%	73.7%
研发费用	638	620	703	780	净利率	10.1%	10.1%	10.4%	10.7%
财务费用	6	-22	-24	-33	ROE	8.7%	8.0%	8.3%	8.7%
资产减值损失	-21	-10	-5	-5	ROIC	7.8%	7.2%	7.4%	7.7%
营业利润	385	396	441	501	偿债能力				
营业外收入	12	7	8	9	资产负债率	31.9%	27.7%	28.4%	28.8%
营业外支出	12	14	15	14	流动比率	1.76	2.25	2.41	2.57
利润总额	385	389	435	497	营运能力				
所得税	4	4	4	5	应收账款周转率	6.63	7.12	7.35	7.47
净利润	381	385	431	492	存货周转率	2.34	2.30	2.88	2.68
归母净利润	392	393	444	505	总资产周转率	0.55	0.56	0.58	0.59
每股收益(元)	0.69	0.69	0.78	0.89	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.69	0.69	0.78	0.89
货币资金	2195	2431	3279	4044	每股净资产	7.97	8.62	9.41	10.30
交易性金融资产	40	40	40	40	估值比率				
应收票据及应收账款	526	569	598	668	PE	26.02	25.96	22.96	20.19
预付款项	27	35	31	36	PB	2.26	2.09	1.91	1.75
存货	540	366	424	503	现金流量表				
流动资产合计	3596	3932	4806	5742	净利润	381	385	431	492
固定资产	2279	2157	2027	1888	折旧和摊销	205	197	201	205
在建工程	473	426	383	345	营运资本变动	99	-401	215	66
无形资产	171	143	115	87	其他	18	-3	-9	-14
非流动资产合计	3311	3074	2873	2668	经营活动现金流净额	702	178	838	749
资产总计	6907	7006	7678	8410	资本开支	-468	-8	-6	-3
短期借款	0	0	0	0	其他	453	58	16	19
应付票据及应付账款	227	248	244	278	投资活动现金流净额	-15	51	11	16
其他流动负债	1818	1503	1749	1955	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2044	1751	1993	2233	债务融资	0	0	0	0
其他	157	3	188	188	其他	-502	7	0	0
非流动负债合计	157	188	188	188	筹资活动现金流净额	-502	7	0	0
负债合计	2202	1939	2181	2421	现金及现金等价物净增加额	186	236	848	765
股本	582	582	582	582					
资本公积金	0	0	0	0					
未分配利润	4069	4402	4780	5209					
少数股东权益	191	183	170	157					
其他	-136	-101	-34	41					
所有者权益合计	4705	5066	5497	5989					
负债和所有者权益总计	6907	7006	7678	8410					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048