

## 康缘药业 (600557.SH)

## 买入 (首次评级)

### 业绩承压，全年有望恢复性增长

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,898	3,293	3,510	3,808	4,138
增长率 yoy (%)	-19.9	-15.5	6.6	8.5	8.7
归母净利润 (百万元)	392	304	344	402	463
增长率 yoy (%)	-15.6	-22.4	13.3	16.9	15.0
ROE (%)	8.1	6.1	6.5	7.1	7.7
EPS 最新摊薄 (元)	0.69	0.54	0.61	0.71	0.82
P/E (倍)	19.4	25.0	22.1	18.9	16.4
P/B (倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

**2026年一季度业绩承压，主要系2025Q4流感人数超预期增长，渠道提前备货，叠加一季度流感人数趋于稳定所致。**2026年一季度公司实现营收8.31亿元(同比-5.27%)，归母净利润0.79亿元(同比-4.96%)，扣非归母净利润0.72亿元(同比-12.17%)。分产品看，注射类/口服类/外用类分别实现营收3.42/4.40/0.42亿元，同比+0.59%/-7.68%/-16.85%。截至2026年一季度末公司应收账款与应收票据的周转天数为51.59天，同比下降2.34天。我们预计随着公司营销体系趋于稳定，2026年业绩有望实现较好的恢复性增长。

**毛利率恢复性提升，净利率基本持平。**2026年一季度公司综合毛利率为74.97%，同比提升0.79pct；分产品看，注射类/口服类/外用类毛利率分别为73.13%/76.90%/82.04%，同比+1.61/+1.30/+0.95pct。销售/管理/研发费用率分别为38.29%/9.08%/15.51%，同比+0.80/+0.44/+0.48pct；归母净利率为9.54%，同比+0.03pct。

**以临床价值为导向的差异化研发能力，在研新药稳步推进。**中药1类新药方面，处于NDA阶段的有治疗变应性鼻炎的苏辛通窍颗粒、治疗流行性感冒(风热犯卫证)的双鱼颗粒和治疗更年期综合征(肾阴虚证)的六味地黄苷糖片，处于III期临床阶段的有治疗支气管哮喘慢性持续期(热哮)的麻杏止咳颗粒、治疗反复发作性哮喘慢性持续期(风哮)的九味疏风平喘颗粒、治疗阳虚便秘的苁蓉润通口服液、治疗血栓性浅静脉炎急性期(血热瘀结证)的静脉炎颗粒，此外治疗非小细胞肺癌(痰瘀阻肺证)的LQ胶囊处于补充临床阶段，还有7个品种处于II期临床阶段，以及4个品种处于IND阶段。**化药1类创新药方面**，氟诺哌齐片(DC20，治疗阿尔茨海默病)处于III期临床阶段；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)、注射用AAPB(治疗脑卒中急性期)正在积极推进II期临床试验；KYHY2303片(治疗血液肿瘤)、KYHY2302乳膏(治疗银屑病)处于临床I期阶段。**生物药1类创新药方面**，(GGGF1)三靶点长效减重(降糖)融合蛋白(ZX2021注射液)、(GGF7)双靶点长效降糖减重融合蛋白(ZX2010注射液)、(rhNGF)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)处于II期临床试验阶段；(rhNGF)重组人神经生长因子注射液(ZX1305注射液，治疗视神经损伤)正在进行IIb期临床试验；治疗多发性骨髓瘤和系统性红斑狼疮的KYS202002A注射液以及治疗

### 股票信息

行业	医药
2026年05月07日收盘价(元)	13.44
总市值(百万元)	7,609.17
流通市值(百万元)	7,609.17
总股本(百万股)	566.16
流通股本(百万股)	566.16
近3月日均成交额(百万元)	78.38

### 作者



分析师 吴天昊

SAC: S1070526040003

邮箱: wutianhao@cgws.com



分析师 丁健行

SAC: S1070526040001

邮箱: dingjianxing@cgws.com

### 相关研究

银屑病的 KYS202004A 注射液处于 I 期临床阶段。

**行业领先的智能制造与全过程质控体系。**公司率先将现代制药新技术与中药生产深度融合，成熟应用膜分离、大孔树脂吸附、连续逆流萃取等核心工艺及配套新设备，实现三大关键突破：一是大幅提升有效成分提取纯度与收率，解决传统工艺有效成分流失、杂质残留等质量隐患；二是实现生产过程标准化管控，规避传统手工操作带来的批次间质量波动风险；三是推动高新技术产品规模化落地，形成“工艺创新 - 质量提升 - 产能释放”的良性循环，树立中药现代化生产标杆。依托全国重点实验室、国家地方联合工程研究中心等高端平台，公司首创“中药全过程质量控制体系”，将近红外光谱技术深度应用于生产全流程，实现质量控制从“终点检测”向“过程管控”的根本性转变。通过近红外在线检测技术迭代，对部分中间体及关键生产环节实施实时监控，精准捕捉工艺参数波动，及时纠偏调整，最终实现中成药生产“点点一致、段段一致、批批一致”的精准制造目标，从工艺层面确保药品质量稳定均一，彻底规避生产过程中的质量偏差风险。公司工艺创新成果屡获国家级、行业级权威认证，印证了在中药智能制造领域的引领性：“数字化提取精制工厂”入选国家工信部首批智能制造试点示范项目，成为行业标杆；“基于 5G+ 数字孪生的现代中药智能工厂”斩获工信部第一批“卓越级智能工厂”称号，领跑中药行业智能化升级；多项荣誉不仅是对公司工艺实力的肯定，更体现了工艺优势对质量风险防控的强力赋能，持续巩固公司核心竞争力。

**给予“买入”评级。**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 3.44/4.02/4.63 亿元，同比+13.3%/+16.9%/+15.0%，EPS 为 0.61/0.71/0.82 元，对应 PE22.1x/18.9x/16.4x。考虑到公司具有较强的研发实力和营销改革赋予的渠道活力，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**集采等政策调整风险、创新药研发与销售不及预期、中药材价格波动风险、院外渠道扩张不及预期

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	3596	3313	3445	3976	4303
现金	2195	2148	2177	2698	2948
应收票据及应收账款	526	465	567	521	629
其他应收款	6	12	12	14	14
预付账款	27	50	37	58	46
存货	540	453	407	471	438
其他流动资产	302	186	244	215	229
<b>非流动资产</b>	3311	3549	3496	3427	3391
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	2279	2459	2421	2397	2387
无形资产	359	404	396	399	395
其他非流动资产	669	683	675	627	605
<b>资产总计</b>	6907	6863	6940	7403	7694
<b>流动负债</b>	2044	1721	1416	1458	1378
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	227	226	185	245	209
其他流动负债	1818	1495	1231	1213	1168
<b>非流动负债</b>	157	129	143	136	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	157	129	143	136	140
<b>负债合计</b>	2202	1850	1559	1594	1517
少数股东权益	191	194	198	202	207
股本	582	566	566	566	566
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	4145	4252	4601	4885	5213
归属母公司股东权益	4515	4819	5184	5607	5970
<b>负债和股东权益</b>	6907	6863	6940	7403	7694

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	702	611	148	633	529
净利润	381	307	348	407	468
折旧摊销	205	199	202	217	233
财务费用	6	-4	-19	-21	-25
投资损失	-21	-10	-15	-13	-14
营运资金变动	99	80	-385	24	-151
其他经营现金流	33	39	18	18	18
<b>投资活动现金流</b>	-15	-514	-152	-126	-187
资本支出	477	522	155	146	198
长期投资	420	-4	-0	-0	-0
其他投资现金流	42	12	3	20	12
<b>筹资活动现金流</b>	-502	-116	32	14	-92
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-3	-16	0	0	0
资本公积增加	-178	0	0	0	0
其他筹资现金流	-321	-101	32	14	-92
<b>现金净增加额</b>	186	-20	29	521	250

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	3898	3293	3510	3808	4138
营业成本	1044	940	946	1010	1090
营业税金及附加	61	48	53	57	62
销售费用	1535	1117	1250	1352	1461
管理费用	318	316	333	362	393
研发费用	638	608	632	666	703
财务费用	6	-4	-19	-21	-25
资产和信用减值损失	-18	-19	-18	-19	-19
其他收益	84	112	98	105	102
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	21	10	15	13	14
资产处置收益	1	0	1	1	1
<b>营业利润</b>	385	370	411	482	552
营业外收入	12	3	8	5	7
营业外支出	12	17	14	16	15
<b>利润总额</b>	385	357	404	472	543
所得税	4	49	56	65	75
<b>净利润</b>	381	307	348	407	468
少数股东损益	-11	3	4	4	5
<b>归属母公司净利润</b>	392	304	344	402	463
EBITDA	594	551	587	668	751
EPS (元/股)	0.69	0.54	0.61	0.71	0.82

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-19.9	-15.5	6.6	8.5	8.7
营业利润 (%)	-16.6	-3.7	10.9	17.4	14.4
归属母公司净利润 (%)	-15.6	-22.4	13.3	16.9	15.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	73.2	71.4	73.0	73.5	73.7
净利率 (%)	9.8	9.3	9.9	10.7	11.3
ROE (%)	8.1	6.1	6.5	7.1	7.7
ROIC (%)	8.3	6.1	6.3	6.8	7.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	31.9	27.0	22.5	21.5	19.7
净负债比率 (%)	-43.3	-40.3	-38.0	-44.4	-45.9
流动比率	1.8	1.9	2.4	2.7	3.1
速动比率	1.4	1.6	2.1	2.3	2.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6.6	6.6	6.8	7.0	7.2
应付账款周转率	4.9	4.5	4.6	4.7	4.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.69	0.54	0.61	0.71	0.82
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.24	1.08	0.26	1.12	0.93
每股净资产 (最新摊薄)	7.97	8.51	9.12	9.83	10.43
<b>估值比率</b>					
P/E	19.4	25.0	22.1	18.9	16.4
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.8	7.8	6.6

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

### 北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686