

康缘药业 (600557.SH)

上半年高基数业绩承压，规范背景下有望长期健康发展

投资要点:

➤ 上半年高基数业绩承压，规范背景下有望长期健康发展

24 半年报公告：公司 H1 营业收入 22.6 亿 (-11.49%)，归母净利润 2.65 亿 (-3.73%)，扣非归母净利润 2.21 亿 (-15.95%)；单 Q2 营业收入 9.01 亿 (-24.98%)，归母净利润 1.17 亿 (-12.59%)，扣非归母净利润 0.81 亿 (-34.22%)。

分品种看：单 Q2 注射液收入 3.02 亿 (-47%)；口服液收入 1.75 亿 (+25%)，主要系金振口服液销售增长；胶囊收入 2.05 亿 (-19%)；颗粒剂、冲剂收入 0.58 亿 (-15%)；片丸剂收入 0.87 亿 (-11%)；贴剂收入 0.53 亿 (-9%)；凝胶剂收入 0.13 亿 (+62%)，主要系筋骨止痛凝胶销售增长。

➤ 双轮驱动中药创新品种持续丰富，放量潜力充足

2024 年 H1，公司持续推动新产品研发，中药提交 NDA 品种 3 个（龙七胶囊、参蒲盆安颗粒、玉女煎颗粒），完成 III 期临床研究品种 2 个（双鱼颗粒、苏辛通窍颗粒），获得临床试验批准通知书 2 个（羌芩颗粒、七味脂肝颗粒）；化药创新药完成 II 期临床病例入组 1 个（DC20），获得临床试验批准通知书 2 个（注射用 AAPB（10mg、25mg））；化药仿制药获得 3 个药品注册证书（吡仑帕奈片（2mg、4mg）、泊沙康唑肠溶片）；生物药开展 I 期临床品种 1 个（KYS202002A 注射液多发性骨髓瘤及系统性红斑狼疮适应症）；推动一批项目分别开展成药性研究、临床前研究、临床试验研究工作。

➤ 股权激励指引全年目标，体现公司发展信心。

2022 年 4 月，康缘药业公布一项股权激励计划《江苏康缘药业股份有限公司 2022 年度限制性股票激励计划》。公司设立了严格的业绩考核条件，对公司的营收和净利润做出明确要求，并将非注射剂的营收增长作为业绩考核目标之一，表明公司优化产品结构，发展非注射剂的决心。**2024 年公司股权激励目标为：以 2023 年营收为基数，2024 年营收增长率不低于 18%，或以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 20%；以 2023 年非注射剂产品营收为基数，2024 年非注射剂产品营收增长率不低于 22%。**

➤ 盈利预测与投资建议

我们预测 24/25/26 年公司营收分别为 57.46/65.76/76.36 亿元，增速为 18%/14%/16%。24/25/26 年公司净利润分别为 6.63/7.93/9.57 亿元，增速为 23%/20%/21%。我们看好康缘药业的创新能力与逐渐优化的营销体系，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

产品销售和推广不及预期风险；研发失败或进度不及预期风险；行业竞争加剧风险；重点产品集采降价幅度超预期风险。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,351	4,868	5,746	6,576	7,636
增长率	19%	12%	18%	14%	16%
净利润（百万元）	434	537	663	793	957
增长率	36%	24%	23%	20%	21%
EPS（元/股）	0.75	0.92	1.14	1.36	1.64
市盈率（P/E）	20.3	16.4	13.3	11.1	9.2
市净率（P/B）	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

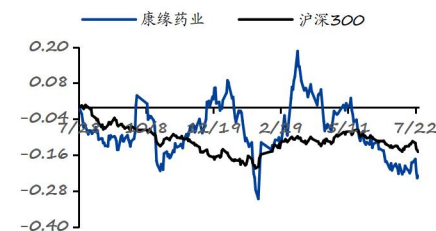
买入（维持评级）

当前价格：15.16 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	581.80/578.50
流通 A 股市值(百万元)	8,770.02
每股净资产(元)	8.85
资产负债率(%)	24.36
一年内最高/最低价(元)	24.09/13.36

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)
 SLH30021@hfzq.com.cn
 分析师：张俊(S0210524040002)
 zj30486@hfzq.com.cn
 联系人：万喆瑞(S0210123050066)
 wzr30132@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、康缘药业 24 年一季报点评：高基数下保持正增长，口服液表现亮眼——2024.04.14
- 2、【华福医药】康缘药业（600557）2023 年年报点评：23 年业绩高速增长，24 年非注射剂放量可期——2024.03.18
- 3、康缘药业：现代创新型中药企业，多重因素催化利好——2024.02.20



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,969	2,633	3,084	3,625
应收票据及账款	654	730	783	886
预付账款	29	33	38	43
存货	350	405	461	531
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,048	963	1,063	1,191
流动资产合计	4,050	4,763	5,428	6,277
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	2,281	2,320	2,347	2,372
在建工程	227	218	218	218
无形资产	197	162	134	111
商誉	59	59	59	59
其他非流动资产	299	301	299	298
非流动资产合计	3,068	3,065	3,061	3,062
资产合计	7,117	7,828	8,489	9,339
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	228	469	529	606
预收款项	0	0	0	0
合同负债	25	30	34	39
其他应付款	1,239	1,239	1,239	1,239
其他流动负债	116	123	130	139
流动负债合计	1,609	1,861	1,932	2,024
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	128	128	128	128
非流动负债合计	128	128	128	128
负债合计	1,737	1,990	2,060	2,152
归属母公司所有者权益	5,193	5,638	6,214	6,953
少数股东权益	188	200	216	234
所有者权益合计	5,381	5,839	6,429	7,187
负债和股东权益	7,117	7,828	8,489	9,339

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,041	833	807	894
现金收益	715	827	953	1,114
存货影响	-7	-55	-55	-71
经营性应收影响	109	-78	-55	-106
经营性应付影响	60	241	59	77
其他影响	164	-102	-95	-120
投资活动现金流	-540	25	-166	-168
资本支出	-157	-169	-171	-173
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-383	194	5	5
融资活动现金流	-130	-195	-190	-185
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-131	-222	-222	-222
股东融资	5	0	0	0
其他影响	-4	27	32	37

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,868	5,746	6,576	7,636
营业成本	1,253	1,449	1,647	1,901
税金及附加	75	92	107	123
销售费用	1,937	2,264	2,565	2,948
管理费用	347	402	454	519
研发费用	772	914	1,052	1,229
财务费用	-23	-22	-28	-33
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	15	4	4	4
其他收益	43	43	43	43
营业利润	564	693	824	994
营业外收入	6	5	7	6
营业外支出	19	18	17	18
利润总额	551	680	814	982
所得税	4	4	6	7
净利润	547	676	808	975
少数股东损益	10	13	15	18
归属母公司净利润	537	663	793	957
EPS (按最新股本摊薄)	0.92	1.14	1.36	1.64

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	11.9%	18.0%	14.5%	16.1%
EBIT 增长率	20.8%	24.7%	19.5%	20.8%
归母公司净利润增长率	23.5%	23.5%	19.6%	20.7%
获利能力				
毛利率	74.3%	74.8%	74.9%	75.1%
净利率	11.2%	11.8%	12.3%	12.8%
ROE	10.0%	11.4%	12.3%	13.3%
ROIC	11.5%	12.5%	13.4%	14.4%
偿债能力				
资产负债率	24.4%	25.4%	24.3%	23.0%
流动比率	2.5	2.6	2.8	3.1
速动比率	2.3	2.3	2.6	2.8
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	51	43	41	39
存货周转天数	100	94	95	94
每股指标 (元)				
每股收益	0.92	1.14	1.36	1.64
每股经营现金流	1.79	1.43	1.39	1.54
每股净资产	8.93	9.69	10.68	11.95
估值比率				
P/E	16	13	11	9
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA				

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn