

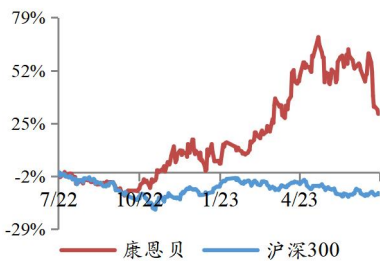
## 国资入主，混改完成，主业聚焦中药大健康

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-07-13

收盘价（元）	5.55
近 12 个月最高/最低（元）	7.20/3.77
总股本（百万股）	2,570
流通股本（百万股）	2,563
流通股比例（%）	99.74
总市值（亿元）	143
流通市值（亿元）	142

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

### 主要观点：

- **康恩贝：浙江省最大中医药企业，聚焦医药产业，发展五十载**  
浙江康恩贝制药股份有限公司是一家集药品研发、生产、销售及药材种植为一体的大型医药上市企业。公司发展五十载，专注医药健康发展。打造浙江省中医药健康产业主平台，成为中国中药健康产业的龙头企业之一。
- **混改完成，公司不断优化资产，发展布局聚焦中药大健康产业**  
2020 年，康恩贝集团将其名下康恩贝 20% 的股权以 33.02 亿元总价转让给浙江省中医药集团，康恩贝正式纳入浙江省国贸集团管理体系。2021 年 7 月，康恩贝混改方案正式落地。康恩贝致力于建设浙江省中医药健康产业主平台，发展战略聚焦中药大健康产业。  
公司持续清理低效无效资产，实现“强体瘦身”。2021 年开始，公司陆续处理其名下低效资产，例如贵州拜特、迪耳药业和大晶眼健康公司等，及时止损并降低减值风险，轻装上阵。  
此外，2021 年和 2023 年公司分别两次转让了优质子公司珍视明公司 42% 和 7.84% 的股权为中药大健康产业发展赋能，实现资金回笼，该笔资金将投入到中药大健康产业的发展。
- **公司实施股权激励计划，2022 年目标顺利完成**  
2022 年，公司开始实施股票期权激励计划，计划以 4.13 元/股（实施公司 2022 年度权益分派方案后调整为 3.98 元/股）的行权价格向 537 名符合条件的激励对象授予共计 6247.5 万份股票期权，预留期权激励数量 752.5 万份。公司成功完成 2022 年激励目标，业绩表现优异。2022 年，公司扣非归母净利润 4.83 亿元，较 2021 年增长 205.39%，已超过 200% 的目标增长率，同时，也完成了对标企业 75 分位（31.65%）；扣非加权平均净资产收益率为 6.89%，已完成 6.5% 的目标，同时达到申万二级行业分类中药 II 所含企业的平均水平（2.98%）；研发投入为 2.63 亿元，占当年工业营业收入 4.55%；经营现金净流量与净利润的比值为 2.51，均达到 2022 年激励计划要求。
- **“康恩贝”产品布局丰富，非处方药肠炎宁收入超 10 亿元**  
“康恩贝”肠炎宁系列持续塑造品牌形象，2022 年收入突破十亿大关，成为国内零售肠道用药市场的龙头产品。我国肠胃疾病用药市场规模不断扩大，需求不断增加。随着行业扩张，肠炎宁作为该领域的龙头产品，具有较大的增长空间。  
康恩贝销售过亿元品种共有 15 个，其中“金笛”牌复方鱼腥草合剂 2021 年受疫情影响较大，目前销售情况恢复较好，有望快速回到 2020 年 4 亿元以上的规模。处方药产品，麝香通心滴丸有望进入新版基药目录。麝香通心滴丸是公司核心产品，该产品目前已纳入《冠状动脉微血管病中西医结合诊疗指南》等 18 部临床指南 / 专家共

识推荐用药，有较大潜力纳入新版基药目录，未来产品放量潜力大。

● **黄蜀葵花口腔贴片中药创新药获批，该产品竞争格局良好**

中药创新药黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片获得 2 个批件，该产品是公司未来开拓口腔贴片及口腔健康市场的核心产品，目前市面上仅有两款化学药贴片产品，公司中药口腔贴片及健康产品未来发展潜力大。

● **投资建议**

康恩贝历经了国资入主，混改落地，核心发展战略聚焦中药大健康板块，同时康恩贝十亿元级别单品肠炎宁，竞争格局良好，增长空间较大。我们预计公司 2023~2025 年收入分别 70.45/80.82/91.38 亿元，分别同比增长 17.4%/14.7%/13.1%，归母净利润分别为 6.79/8.84/10.41 亿元，分别同比增长 89.5%/30.2%/17.7%，对应估值为 21X/16X/14X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● **风险提示**

行业政策变化风险，研发创新风险等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6000	7045	8082	9138
收入同比 (%)	-8.6%	17.4%	14.7%	13.1%
归属母公司净利润	358	679	884	1041
净利润同比 (%)	-82.2%	89.5%	30.2%	17.7%
毛利率 (%)	59.3%	60.6%	60.9%	61.1%
ROE (%)	5.2%	8.9%	10.4%	10.9%
每股收益 (元)	0.14	0.26	0.34	0.40
P/E	33.95	21.02	16.14	13.71
P/B	1.76	1.88	1.68	1.50
EV/EBITDA	10.96	14.08	10.56	8.33

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

<b>1 业务主业聚焦中药大健康产业，公司核心竞争力持续增强</b>	<b>5</b>
1.1 公司专注医药健康主业，发展布局聚焦中药大健康产业	5
1.2 股权结构优化，人才激励计划完善	6
1.3 调整优化结构，经营业绩呈现稳进态势	9
<b>2 混改落地后，资产配置持续优化，主业聚焦大健康板块</b>	<b>14</b>
2.1 国资入主，公司主业聚焦中医药大健康发展	14
2.2 清理低效业务，构筑成长新曲线	14
2.3 国资平台赋能，形成战略产业集群	17
<b>3 公司持续推进大品牌大品种工程，产品布局梯队分布</b>	<b>18</b>
3.1 中成药 OTC 市场前景良好，消化系统疾病用药受众面广	18
3.2 十亿级产品肠炎宁，竞争格局良好	19
3.3 加快品牌化建设，OTC 中药板块发展快速	20
3.4 临床价值凸显，处方药业务有望触底反弹	21
3.5 研发投入持续增长，新药获批有望抢占市场	22
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>25</b>
4.1 盈利预测与估值分析	25
4.2 投资逻辑与建议	26
<b>风险提示：</b>	<b>27</b>
<b>财务报表与盈利预测</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图表 1 公司主要品牌 .....	5
图表 2 公司发展历程 .....	6
图表 3 康恩贝混改前股权架构 (截止 2019 年年报) .....	7
图表 4 康恩贝混改后股权架构 (截止至 2023 年 5 月) .....	7
图表 5 股票期权激励对象 .....	7
图表 6 股票期权激励目标与考核条件 .....	7
图表 7 股权激励对标企业 .....	8
图表 8 公司管理层基本情况 .....	8
图表 9 康恩贝 2014-2023Q1 营业收入 (亿元, %) .....	10
图表 10 康恩贝 2014-2023Q1 归母净利润 (亿元, %) .....	10
图表 11 康恩贝 2014-2023Q1 营业收入和归母净利润 (亿元) .....	10
图表 12 康恩贝主要产品 .....	11
图表 13 康恩贝 2014-2023Q1 毛利率和净利率 (%) .....	13
图表 14 康恩贝 2014-2023Q1 费用结构 (%) .....	13
图表 15 康恩贝资产清理情况 .....	15
图表 16 贵州拜特 2018-2021 (1-4 月) 盈利情况 (亿元; %) .....	16
图表 17 珍视明 2019-2022Q3 盈利情况 (亿元; %) .....	16
图表 18 浙江省中医药健康产业主平台 .....	17
图表 19 2016-2022 中国实体药店药品销售情况 (亿元) .....	18
图表 20 2022 年实体药店中成药销售结构 .....	18
图表 21 中国胃肠道疾病用药零售端市场规模 (亿元) .....	18
图表 22 肠炎宁系列销售收入 (亿元) .....	19
图表 23 2022 年城市实体药店 5 亿级中成药 TOP10 产品销售额 (亿元) .....	20
图表 24 复方鱼腥草合剂 2017-2021 销量变化 (万盒; %) .....	21
图表 25 前列康普乐安片 2017-2022 销量变化 (万盒; %) .....	21
图表 26 麝香通心滴丸 2017-2022 销量 (万盒; %) .....	22
图表 27 2022 年康恩贝研发投入使用情况 .....	22
图表 28 康恩贝 2022 年研发管线情况 .....	23
图表 29 业绩拆分 (百万元) .....	25
图表 30 可比估值 .....	26

# 1 业务主业聚焦中药大健康产业，公司核心竞争力持续增强

## 1.1 公司专注医药健康主业，发展布局聚焦中药大健康产业

浙江康恩贝制药股份有限公司是一家集药品研发、生产、销售及药材种植为一体的大型医药上市企业。公司专注医药健康发展，2020年7月正式纳入省国贸集团管理体系后，公司发展布局逐步聚焦大健康产业，致力于建设浙江省中医药健康产业主平台。公司产品丰富，销售过亿元品种共有15个，包括“康恩贝”牌肠炎宁系列、“金笛”牌复方鱼腥草合剂、“至心研”牌麝香通心滴丸、“金奥康”牌奥美拉唑系列、“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片、“金艾康”牌汉方己甲素、以维生素C系列产品为代表的“康恩贝”牌健康产品等。康恩贝在2000年就已经建立了浙江首个民营研究机构浙江现代中药与天然药物研究院，作为企业技术平台的核心。在逐年的发展之下，陆续建成国家认定企业技术中心1个、国家级博士后科研工作站1个，省级重点企业研究院1个，省级重点实验室1个，省工程技术中心2个，高新技术企业研发中心4个，企业技术中心2个。

图表 1 公司主要品牌



资料来源：公司官网，华安证券研究所

康恩贝成立逾五十年，逐步发展为资源集中、产业成熟的浙江省最大规模中药企业。康恩贝前身为1969年成立的兰溪云山制药厂，于1999年改制更名为浙江康恩贝制药股份有限公司。2004年，公司正式在上交所主板IPO挂牌上市，自此迈入快速发展进程。2006年，“康恩贝”商标被司法部认定为中国驰名商标；同年，国内最大的植物药产业园——康恩贝（兰溪）现代植物药产业园竣工投产、康恩贝大厦在杭州滨江竣工。2017年，康恩贝大品牌大品种工程正式启动，此时公司共有康恩贝、前列康、珍视明和天保宁等四个驰名商标。2020年，公司控股股东由康恩贝集团变更为浙江省中医药健康产业集团，公司发展布局开始聚焦中药大健康板块。2021年和2023年，公司分别转让珍视明42%股权和7.84%的股权，将获取资金聚焦用于中药大健康核心业务发展，加大中药创新药研发力度。

图表 2 公司发展历程

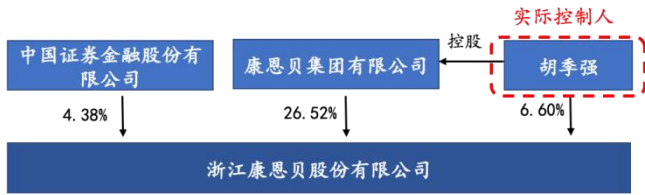


资料来源：公司官网，华安证券研究所

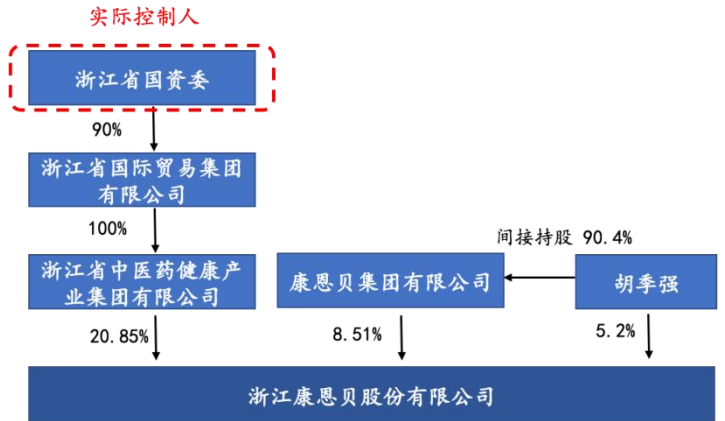
## 1.2 股权结构优化，人才激励计划完善

**公司混改落地，在改革中不断创新突破。**2020年5月，康恩贝集团有限公司与浙江省中医药健康产业集团签订股份转让协议，康恩贝集团将其名下康恩贝20%的股权以33.02亿元总价转让给浙江省中医药集团，该公司实际控制人为浙江省国资委。交易完成后康恩贝实控人变更为浙江省国资委，同时公司完成换届选举，胡季强先生继续被选举为董事长。2021年康恩贝混改实施方案正式出台，充分展现混合体制优势，推动公司开启发展新局面，加快业务优化，强化公司品牌及核心竞争力。

图表 3 康恩贝混改前股权架构 (截止 2019 年年报)



图表 4 康恩贝混改后股权架构 (截止至 2023 年 5 月)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: iFind, 华安证券研究所

公司推出股权激励计划, 激发员工积极性。2022 年 11 月, 公司正式发布 2022 年股票期权激励计划, 拟向激励对象授予 7000 万份股票期权, 约占康恩贝总股本的 2.7237%。同年 11 月, 公司完成首次股票期权授予, 以 4.13 元/股 (实施公司 2022 年度权益分派方案后调整为 3.98 元/股) 的行权价格向 537 名符合条件的激励对象授予共计 6247.5 万份股票期权, 预留期权激励数量 752.5 万份。激励对象包括公司董事、高级管理人员以及核心骨干, 并预留部分拟为公司新引进的人才、岗位晋升人员等。本激励计划授予的股票期权分年度进行考核并行权, 2022 年、2023 年、2024 年每个会计年度考核一次, 以达到绩效考核目标, 并在扣非归母净利润增长率和扣非后加权平均净资产收益率不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值作为激励对象的行权条件。

图表 5 股票期权激励对象

姓名	职位	获授的股票期权数量(万份)	占首次授予股票期权数量的比例	占公司股本总额的比例
应春晓	党委书记、副董事长	82	1.17%	0.0319%
罗国良	党委委员、总裁	100	1.43%	0.0389%
徐春玲	党委委员、副总裁	70	1.00%	0.0272%
袁振贤	党委委员、副总裁	70	1.00%	0.0272%
谌明	副总裁、财务负责人、财务总监	70	1.00%	0.0272%
金祖成	副总裁、董事会秘书	70	1.00%	0.0272%
公司及下属子公司其他管理人员、核心骨干【531】人		5,785.50	1.00%	2.2511%
首次授予合计【537】人		6,247.50	89.25%	2.4309%
预留		752.5	10.75%	0.2928%
合计		7,000	100%	2.7237%

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 6 股票期权激励目标与考核条件

激励考核指标	2022 年	2023 年	2024 年
--------	--------	--------	--------

可行权数量占获授期权数量比例	40%	30%	30%
扣非归母净利润增长率	以 2021 年度为基数，不低于 200%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值	以 2021 年度为基数，不低于 240%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值	以 2021 年度为基数，不低于 280%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值
扣非后加权平均净资产收益率	不低于 6.5%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值	不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值	不低于 7.5%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值
研发投入占当期工业营业收入的比例	不低于 4.5%	不低于 5%	不低于 5.5%
净利润现金含量	不低于 105%	不低于 105%	不低于 105%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2022 年，公司扣非后归母净利润 4.83 亿元，较 2021 年增长 205.39%；扣非后加权平均净资产收益率为 6.89%；研发投入为 2.63 亿元，占当年工业营业收入 4.55%；经营现金净流量与净利润的比值为 2.51。四项指标整体上基本达到了 2022 年股票期权激励目标，同时扣非归母净利润增长率达到对标企业 75 分位（31.65%），扣非后加权平均净资产收益率达到申万二级行业分类中药 II 所含企业的平均水平（2.98%）。

图表 7 股权激励对标企业

证券代码	公司简称	2022 年扣非归母净利润增长率	2022 年扣非后加权平均净资产收益率
002603.SZ	以岭药业	83.68%	23.23%
603998.SH	方盛制药	69.03%	7.58%
002349.SZ	精华制药	34.00%	6.77%
600557.SH	康缘药业	30.87%	8.40%
600566.SH	济川药业	30.30%	19.81%
000999.SZ	华润三九	19.75%	13.35%
600750.SH	江中药业	19.42%	11.16%
600535.SH	天士力	18.57%	5.56%
002424.SZ	贵州百灵	-1.62%	2.12%
600351.SH	亚宝药业	-37.71%	2.93%
000989.SZ	九芝堂	-50.85%	2.98%
600252.SH	中恒集团	-92.99%	0.06%
603858.SH	步长制药	-250.60%	-12.04%
600222.SH	太龙药业	-284.22%	-3.93%
600594.SH	益佰制药	-351.65%	-13.86%
<b>75 分位</b>		<b>31.65%</b>	<b>11.71%</b>

资料来源：公司公告，ifind，华安证券研究所

**公司管理层人才云集。**董事长胡季强具有丰富的管理经验，现任本公司第十届董事会董事长，康恩贝集团有限公司董事长，浙江元中和生物产业有限公司执行董事、总经理，管理经验丰富。

图表 8 公司管理层基本情况



姓名	职务	任职日期	主要工作经历
胡季强	董事长	2020/7/22	曾任第十二届、第十三届全国人大代表，本公司第三届至第九届董事会董事长、康恩贝集团有限公司董事长。现任本公司第十届董事会董事长，康恩贝集团有限公司董事长，浙江元中和生物产业有限公司执行董事、总经理，东阳市咱老家投资有限公司执行董事，浙江现代中药与天然药物研究院有限公司董事长，兰溪康吉企业管理咨询有限公司执行董事，浙江浙商健投资产管理有限公司董事，杭州通衡浙商投资管理有限公司董事。
应春晓	副董事长	2021/9/29	曾任浙江英特集团股份有限公司党委副书记、纪委书记、工会主席，浙江省中医药健康产业集团有限公司党委副书记、副董事长、总经理，本公司第十届监事会主席、党委副书记、第十届董事会副董事长。现任本公司党委书记、第十届董事会联席董事长。
罗国良	董事、总裁	2020/7/22	曾任浙江省医药药材公司副总经理、总经理，上海美罗医药公司总经理，大连美罗药业股份有限公司总经理，浙江省医药工业有限责任公司总经理，浙江英特药业有限责任公司常务副总经理、总经理，浙江英特集团股份有限公司常务副总经理、总经理、党委副书记、董事，浙江英特药业有限责任公司董事长、公司第十届董事会副董事长。现任本公司党委委员、第十届董事会董事、总裁，浙江金华康恩贝生物制药有限公司董事，杭州康恩贝制药有限公司董事，江西康恩贝天施康药业有限公司董事，浙江中医药大学中药饮片有限公司董事长。
程兴华	董事	2020/7/22	曾任浙商金汇信托股份有限公司董事、董事会法务总监、总经理，浙江省国际贸易集团有限公司金融产业部总经理，浙江省国际贸易集团有限公司投资管理部总经理。现任本公司第十届董事会董事，德邦基金管理有限公司董事，浙江富浙投资有限公司董事，浙江省国际贸易集团有限公司职工董事、副总经济师。
汪洋	董事	2020/7/22	曾任浙江省中医药健康产业集团有限公司副总经理、浙江中医药大学中药饮片有限公司董事长。现为杭州市第十三届人民代表大会代表，及现任本公司第十届董事会董事、浙江英特集团股份有限公司董事总经理、浙江英特药业有限责任公司董事长、浙江英特数智医药贸易有限公司董事长。
谌明	董事、副总裁、财务总监	2020/7/22	曾任浙江天健会计师事务所高级项目经理、中化国际（控股）股份有限公司会计经理、中化蓝天集团有限公司财务部副总经理、浙江蓝天环保科技股份有限公司财务总监、中化太仓化工产业园财务总监等职务，浙江英特集团股份有限公司党委委员、财务总监。现任本公司第十届董事会董事、副总裁、财务负责人、财务总监、首席数字官，兰溪康宏商贸有限公司执行董事，四川辉阳生命工程股份有限公司监事，上海康嘉医疗科技有限公司监事，浙江康恩贝中药有限公司董事，东阳市康恩贝印刷包装有限公司监事，江西珍视明药业有限公司董事。
袁振贤	董事、副总裁	2022/1/17	曾任浙江康恩贝医药销售有限公司财务总监，康恩贝集团有限公司财务管理中心副总经理兼财务审计部部长，及本公司财务总监、财务负责人、副总裁。现任本公司党委委员，公司第十届董事会董事、副总裁、运营管理总监，浙江康恩贝中药有限公司董事，浙江金华康恩贝生物制药有限公司董事，浙江康恩贝健康科技有限公司监事，上海康恩贝医药有限公司监事，江西康恩贝天施康药业有限公司监事会主席、杭州康杏缘物业管理有限公司监事，杭州康恩贝健发科技有限公司监事。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

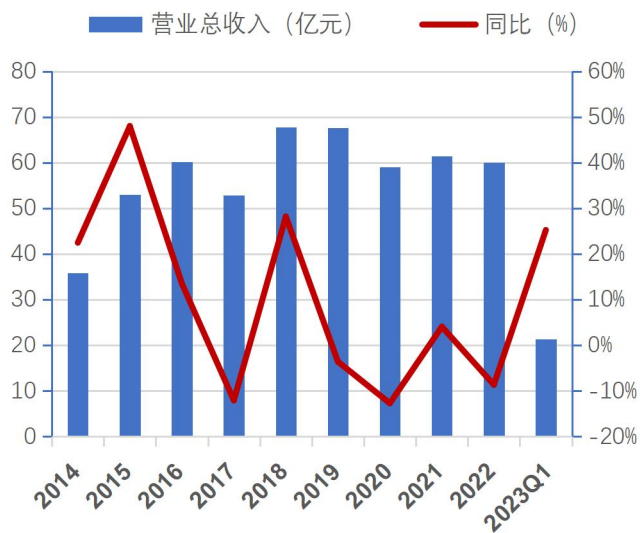
### 1.3 调整优化结构，经营业绩呈现稳进态势

**营业收入稳步上升。**2014-2022年，公司营业收入整体呈上升趋势，2017年和2020年出现两次明显下降。2017年的下降系2016年末公司处置所持珍诚医药公司全部股权。

2020 年的下降系子公司贵州拜特公司的丹参川芎嗪注射液受列入国家重点药品监控目录和调整出医保目录等政策影响,使得销售收入急剧下降所致。2021 年公司营业收入开始回升,2022 年公司实现营业收入 60 亿元,同比下降 8.64%,若剔除珍视明公司出表因素影响,则为同比增长 9.30%,经营情况稳定向好。2023 年一季度实现营业收入 21.31 亿元,同比增长 25.27%,创季度营业收入历史新高,主要系当期公司的大品牌大品种培育战略效果显著,其中核心产品康恩贝牌肠炎宁系列产品收入同比增长 100%、金康速力牌乙酰半胱氨酸泡腾片销售收入同比增长 90%,康恩贝牌健康食品等产品销售收入同比增长 35%,推动公司经营发展取得良好开局。

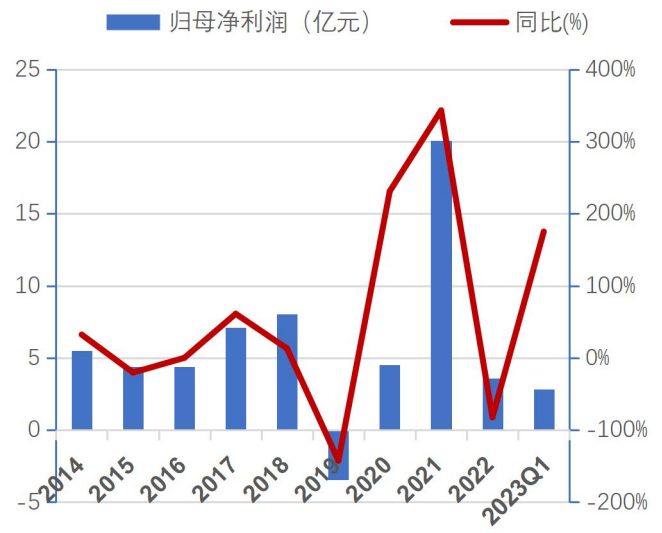
**公司盈利能力持续增强。**2014-2018 年,公司归母净利润持续增长,2019 年出现了上市以来的首次亏损,主要系子公司贵州拜特制药公司核心产品丹参川芎嗪注射液的销售量开始大幅下滑等所致。公司积极调整经营方针 2020 年开始扭亏为盈,并随后稳步回升。2022 年公司实现归母净利润 3.58 亿元,同比下降 82.25%,主要系 2021 年公司转让珍视明股权,剔除该因素后,公司归母净利润 2022 年增长 7.16%。2023 年一季度,公司实现归母净利润 2.84 亿元,同比增长 175.17%。公司持续进行资产瘦身和结构调整,整体效益提升明显,未来发展潜力大。

图表 9 康恩贝 2014-2023Q1 营业收入 (亿元, %)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 10 康恩贝 2014-2023Q1 归母净利润 (亿元, %)

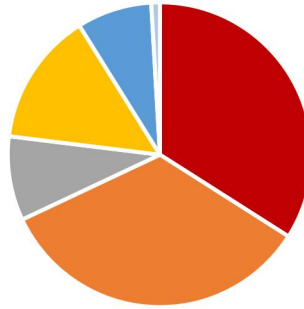


资料来源: ifind, 华安证券研究所

**公司战略布局坚持“三个不动摇”：聚焦中药大健康核心业务的发展战略不动摇；聚焦重点大品牌大品种的经营策略不动摇；坚持以非处方药与健康产品为主体的“一体二翼”业务定位不动摇。**公司的主营业务是非处方药、处方药、健康消费品、中药饮片以及其他业务。目前公司主要收入来自于处方药（2022 年占比 34.01%），其次是非处方药（2022 年占比 33.99%），公司非处方药主要产品包括“康恩贝”牌肠炎宁、“金奥康”牌奥美拉唑肠溶胶囊、“金笛”牌复方鱼腥草合剂等；处方药产品包括“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片、“金艾康”汉方己甲素、“至心研”牌麝香通心滴丸、“天保宁”牌银杏叶产品等。

图表 11 2022 年康恩贝分产品板块收入占比情况 (%)

■ 处方药 ■ 非处方药 ■ 中药饮片 ■ 其他 ■ 健康消费品 ■ 其他业务





资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 12 康恩贝主要产品

产品名称	功能主治	产品特点	产品样盒
康恩贝®肠炎宁片	清热利湿，行气。用于大肠湿热所致的泄泻，症见大便泄泻、腹痛腹胀；急慢性胃肠炎、腹泻、小儿消化不良见上述证候者。	康恩贝牌肠炎宁片是“康恩贝新长征一号工程”——大品牌大品种工程的重点品牌，开创了肠道中成药品类市场，以“不仅止泻，更能消肠炎”为品牌定位，激发、对接和放大消费者需求，抢占用户心智，目前累计已卖出5亿多盒，占据国内中药肠道用药市场领先地位。	
前列康®普乐安片	补肾固本。用于肾气不固所致腰膝酸软，尿后余沥。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 前列康普乐安片于1985年研发上市，将油菜花粉制剂应用于前列腺疾病的药物治疗，是中国第一个用于治疗前列腺疾病的纯花粉制剂，国家基药目录、国家医保目录品种。</li> <li>2. 先后荣获了“国家科技进步三等奖”、“中国中药名牌产品”、“国家中药保护品种”、“浙江高质量医药产品”、“健康中国·品牌榜”等殊荣。逐步成长为治疗前列腺疾病植物药领导品牌。</li> <li>3. 摘得了“2021-2022 中国家庭常备药上榜品牌 - 男科用药”的上榜荣誉。</li> </ol>	

<p>金笛®复方鱼腥草合剂</p>	<p>清热解毒。用于外感风热引起的咽喉疼痛；急性咽炎、扁桃腺炎有风热证候者。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 采用鱼腥草、板蓝根、黄芩、金银花、连翘五种中草药制成，可抗病毒、抗菌、消炎，增强咽喉免疫力，能有效缓解由病毒、感冒引起的喉咙疼痛等不适，阻断病毒及细菌在咽喉部位的繁殖和向下蔓延，加快病情的恢复速度，有较好的对症治疗效果。</li> <li>2. 在疫情期间，金笛复方鱼腥草合剂被纳入《四川省新型冠状病毒肺炎中医药防控技术指南》（第八版）、《青海省新型冠状病毒肺炎中医药防治方案》（试行第二版）、《贵州省新型冠状病毒肺炎中医药防治方案》（第二版）等多地新冠防控指南。</li> </ol>	
<p>天保宁®银杏叶片</p>	<p>活血化瘀通络。用于瘀血阻络引起胸痹心痛、中风、半身不遂、舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 促进脑血液循环、扩张脑血管、增加脑血流量、改善和保护脑细胞；增加神经递质的含量，减少神经细胞损伤；改善缺氧脑细胞的能量代谢和营养，提高脑细胞的耐缺氧能力；提高红细胞 SOD 活性，抑制细胞膜脂质过氧化。</li> <li>2. 天保宁银杏叶片是中国第一个符合国际质量标准的现代植物药制剂，其生产工艺已获得国家发明专利授权。</li> <li>3. 康恩贝独创的“高选择性树脂法”工艺，使天保宁银杏叶片质量标准符合德国 GBE761 专利标准。</li> </ol>	
<p>至心研®麝香通心滴丸</p>	<p>芳香益气通脉，活血化瘀止痛。用于冠心病稳定型劳累性心绞痛气虚血瘀证，症见胸痛胸闷，心悸气短，神倦乏力。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 由人工麝香、人参茎叶总皂苷、蟾酥、丹参、人工牛黄、熊胆粉、冰片七味名贵药材组成，是国家中药二级保护品种。</li> <li>2. 是公司独家产品，也是国内首个具有改善冠脉血流速度影像学证据的血管中成药，由于质量、疗效等方面具有显著优势，在血管中成药领域拥有较高的市场地位，且市场占有率在不断提升，产品年销售收入在亿元以上。</li> <li>3. 作为治疗气虚血瘀证的推荐用药被列入中国首部《急性心肌梗死中西医结合诊疗指南》，这也是麝</li> </ol>	

		香通心滴丸首次被纳入中西医结合领域的指南中。	
金康速力®乙酰半胱氨酸泡腾片	用于治疗分泌大量浓稠痰液的慢性阻塞性肺病 (COPD)，慢性支气管炎 (CB)、肺气肿 (PE) 等慢性呼吸道感染。	1. 具有抗炎、抗氧化、抑制蛋白酶等多种作用，可以有效缓解咳嗽、咳痰、喘息等多种临床症状，在化学药领域均具有较高的品牌知名度。 2. “金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片调入了 2020 年国家医保目录并加大县级医院的覆盖，销售收入同比增长超 35%。	
金奥康®奥美拉唑肠溶胶囊	适用于胃酸过多引起的烧心和反酸症状的短期缓解。	金奥康奥美拉唑肠溶胶囊采用先进微丸技术，抗潮、抗热、抗酸，更好保护有效成分不被破坏，一天只需一粒，药效可持续 24 小时。胃溃疡患者，每日晨起吞服或早晚各一次，疗程服用效果更佳。	

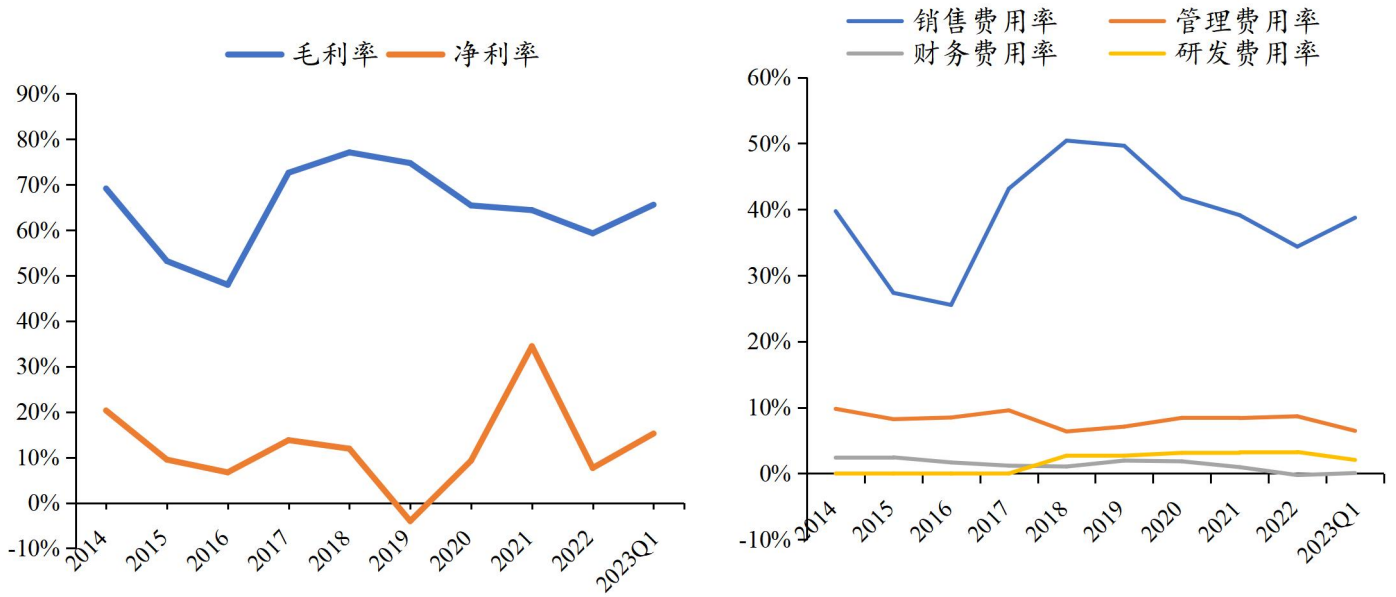
资料来源：公司年报，华安证券研究所

**公司盈利能力自 2019 年后持续回升。**公司毛利率在 2017-2019 年间保持在 75%左右；净利率 2018 年为 11.91%，2019 年公司净利率由正转负，降为-4.01%，主要是由于贵州拜特制药的丹参川芎嗪注射液销售量大幅下滑所致。2020-2022 年公司毛利率稍有下降，2022 年为 59.30%，同期公司净利率降低至 10%以下（2020 年为 9.29%，2022 年为 7.67%）主要是受到疫情影响，营业收入从 2020 年开始减少，成本相对增加。在此期间，2021 年净利率增长至 34.46%，主要是受到珍视明 42%股权转让的影响。疫情之后，2023 年一季度毛利率回升至 65.59%。净利率上升到 15.25%。

**公司费用管控能力近年来在持续提升。**2016-2018 年，公司销售费用率由 25.53%升 50.42%，主要系公司产品结构调整、重点加大对营销团队建设、市场网络开发以及终端促销等投入的力度，使得整体水平抬高所致。从 2018 年起销售费用率开始逐年下降，2022 年已降至 34.36%。此外，财务费用与管理费用率在 2014-2022 年也呈稳中有降趋势。研发费用率则逐年上升，反映了公司在不断加大研发投入。2023 年一季度，四项费用率也保持了基本稳定，销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 38.74%、6.46%、0.07%和 2.05%，**公司费用管理能力良好。**

图表 13 康恩贝 2014-2023Q1 毛利率和净利率 (%)

图表 14 康恩贝 2014-2023Q1 费用结构 (%)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

资料来源: ifind, 华安证券研究所

## 2 混改落地后, 资产配置持续优化, 主业聚焦大健康板块

### 2.1 国资入主, 公司主业聚焦中医药大健康发展

国资进驻康恩贝, 资产配置持续优化, 聚焦中药大健康发展战略。2020年康恩贝集团将其名下康恩贝20%的股权以33.02亿元总价转让给浙江省中医药集团。交易完成后康恩贝实控人变更为浙江省国资委。公司旗下品牌众多, 包括康恩贝、前列康、天保宁、金奥康、金笛等十余个品牌。康恩贝产品线丰富, 布局广泛, 发展良好, 但是2019-2020年间, 公司营业收入连续出现下降。主要是由于2019年受到国家卫健委重点监控影响, 公司原20亿级大品种丹参川芎嗪注射液短时间内骤降; 同时受到采集影响, 部分化药大品种大幅降价。2020年, 浙江省国资委进驻康恩贝, 推动了公司的战略转变, 将业务中心向非处方药与大健康产品转移, 为匹配中医药大健康战略发展, 公司的资产结构持续优化, 不断剥离低效业务和风险业务。

### 2.2 清理低效业务, 构筑成长新曲线

公司持续清理低效资产, 实现资产“瘦身”。股权结构变更后, 公司持续剥离低效业务, 以降低亏损和商誉减值的风险。2014-2015年, 公司分别收购拜特制药51%和49%股权, 进入中药注射剂领域, 此次并购在短期内为公司提供了10亿级产品丹参川芎嗪注射液, 为公司发展提供资金支持。2019年, 丹参川芎嗪注射液被列入国家卫健委发布的合理用药重点监控药品目录名单, 公司业务受到重大冲击, 2019年公司随之对贵州拜特公司计提7.51亿元商誉及无形资产减值准备, 导致公司2019年业绩出现亏损。2021年, 该产品销量清零并停产, 为及时止损并降低减值风险, 贵州拜特旗下部分土地使用权和房屋等固定资产进行挂牌转让。同时, 公司已将名下兰信小贷、迪耳药业和大晶眼健康等多家公司股权进行处置, 这为公司剥离了低效业务和高风险业务, 基本消除了历年来的不利因素, 并实现了部分资金回笼。同时, 清

理低效业务有效缓解了 2019 年以来公司面临的减值压力，促进公司的业绩恢复与健康持续发展。

图表 15 康恩贝资产清理情况

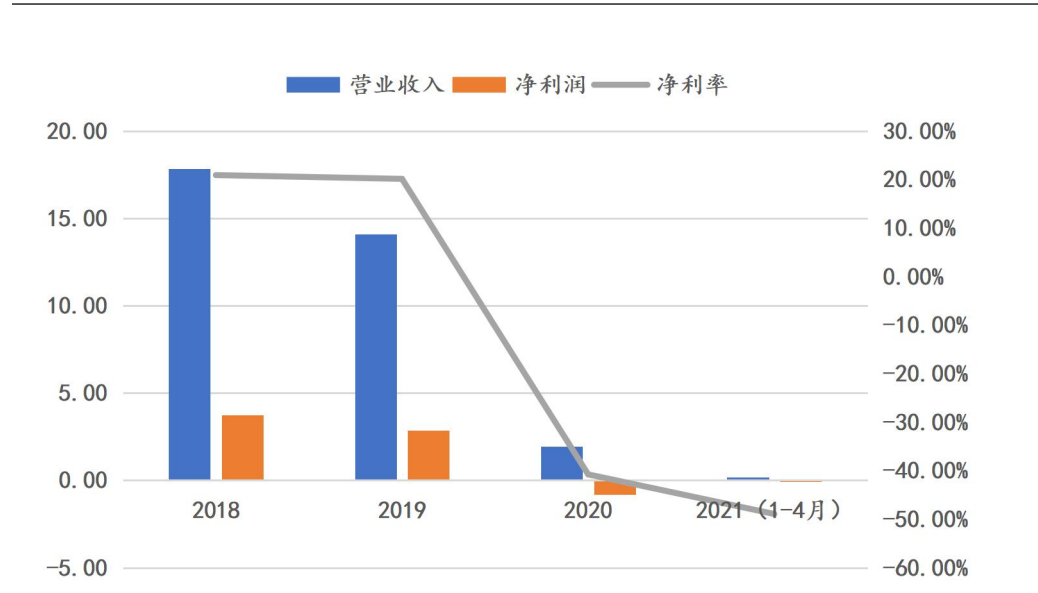
公司名称	主营业务	剥离原因	公告日期	处置进展
兰信小贷	小额贷款企业	聚焦中医药大健康主业，清理低效资产。兰信小贷面临大量短期贷款逾期核销与减值风险。	2021/10/30	交易完成，转让 30% 股权
贵州拜特	集药品研发、生产、销售为一体的中药制药企业。	聚焦中医药大健康主业，清理低效资产。贵州拜特的主要产品丹参川芎嗪注射液受国家政策影响销量持续下滑，公司亏损严重，面临巨额减值。	2021/12/21	截止 2022 年，贵州拜特旗下固定资产处理完毕
迪耳药业	主要从事中西药制剂和原料药的研发、生产和销售。	聚焦中医药大健康主业，清理低效资产。迪耳药业近年缺乏具备竞争力的新产品，而现其主要产品续断壮骨胶囊未被纳入医保，现有产品竞争力下降。	2022 /3/2	交易完成，转让 25% 股权
大晶眼健康	集研发、生产、销售为一体的专业化隐形眼镜(软性亲水接触镜)及护理产品生产企业。	聚焦中医药大健康主业，清理低效资产	-	交易完成，转让 19.6 股权
珍视明	专业从事医药研发、生产、销售的现代制药企业，为我国眼科用药市场的主力军。	聚焦主业，着力发展中医药大健康业务；推动珍视明对接资本市场独立上市。	2021/12/18	交易完成，转让 42% 股权
			2023/7/7	交易完成，转让 7.84% 股权

资料来源：公司公告，华安证券研究所

贵州拜特核心产品丹参川芎嗪注射液受列入国家重点药品监控目录和医保目录调整等政策影响，使得销售收入急剧下降所致。丹参川芎嗪注射液是以中药提取物丹参素和盐酸川芎嗪组成的复方静脉给药注射剂，主要成分是丹参素和盐酸川芎嗪，其适应症为用于闭塞性脑血管疾病，如脑供血不全、脑血栓形成，脑栓塞及其他缺血性心血管疾病。2018 年，该产品销售总量达 9201 万支，实现销售收入 17.60 亿元，占贵州拜特总收入的 90% 以上。2019 年 7 月 1 日，贵州拜特的丹参川芎嗪注射液产品被

列入《重点监控目录》，同年，丹参川芎嗪注射液产品被调整出国家医保目录，同时也逐步退出各地省级地方医保支付目录。被列入目录后，丹参川芎嗪注射液销量逐渐下滑，直至停产。

图表 16 贵州拜特 2018-2021 (1-4 月) 盈利情况 (亿元; %)

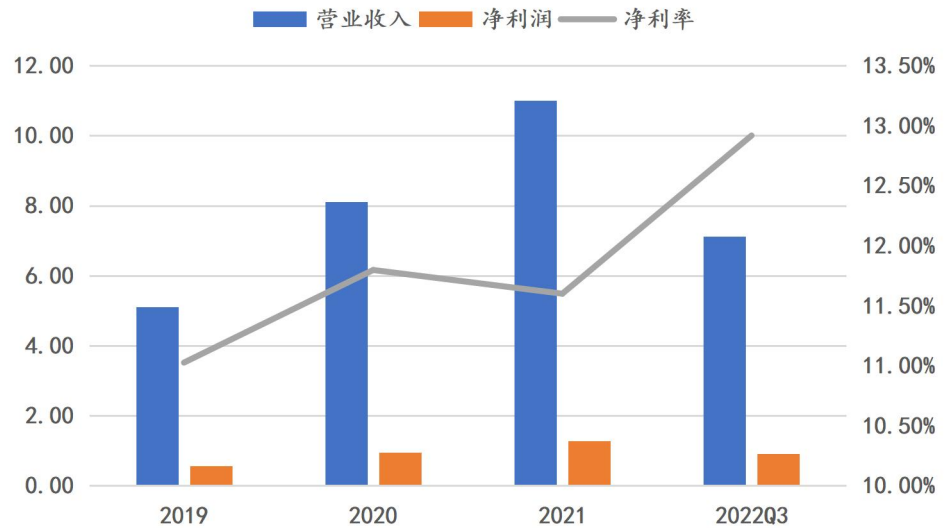


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**优质业务拆分以实现资金回笼，助力公司转型发展大健康产业。**江西珍视明药业有限公司为公司原控股子公司，专业从事医药研发、生产、销售，以生产五官科用药、眼部护理及健康产品为主。珍视明公司产品覆盖眼部护理及健康产品和眼科药品两大类，在业内积累了丰富的产品资源，获取专利共 77 项，且具有良好的品牌效应，2022 年前三季度实现净利润 9196 万元。2021 年，公司挂牌出售珍视明 42% 股权，交易完成后，珍视明资产不再合并报表。后于 2023 年 3 月再次挂牌出售珍视明 7.84% 的股权公司挂卖行为主要出于两点考虑，一是推动珍视明加快发展和独立与资本市场对接；二是珍视明的出售为公司为聚焦和加速发展中药大健康业务提供更多资金和资源，持续提升公司价值。通过两次挂卖公司实现资金回笼，该笔资金将投入到中药大健康产业的创新中药研发、推进内生增长和外延并购上。

图表 17 珍视明 2019-2022Q3 盈利情况 (亿元; %)





资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 2.3 国资平台赋能，形成战略产业集群

**国资平台赋能，打造浙江省中医药健康产业平台。** 国资入驻后，对公司提出聚焦主业，发展中药大健康板块，在 OTC 方面围绕肠炎宁大品种建设品牌效应的指引。根据聚焦主责主业的要求，公司积极寻求产业链合作及投资并购机会，推进资源整合协同工作，进一步强化省国贸集团内生命健康板块的产业协同。为加强公司与英特集团的战略合作，2022 年 11 月，公司审议通过认购英特集团以非公开发行股票方式募集配套资金部分的拟发行股份，认购金额不超过人民币 4 亿元。同时公司收购中医药大学饮片公司 66% 股权和奥托康科技公司 100% 股权，以解决公司在中药饮片业务与化学原料药和化学药制剂业务的同业竞争问题。

图表 18 浙江省中医药健康产业主平台



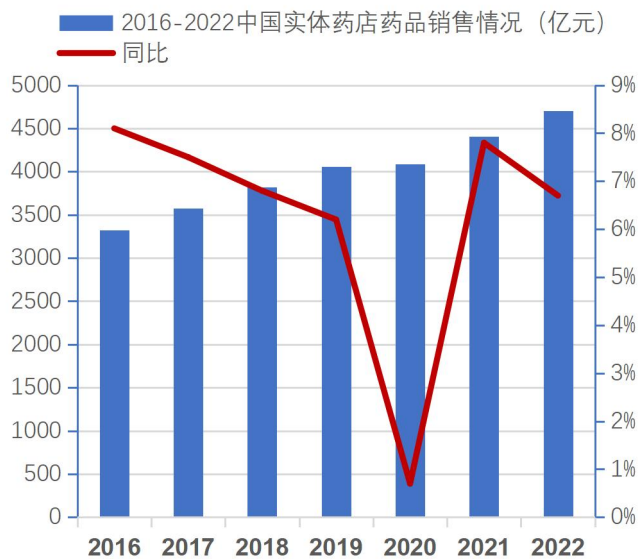
资料来源：浙江省人民政府国有资产监督管理委员会官网，华安证券研究所

### 3 公司持续推进大品牌大品种工程，产品布局梯队分布

#### 3.1 中成药 OTC 市场前景良好，消化系统疾病用药受众面广

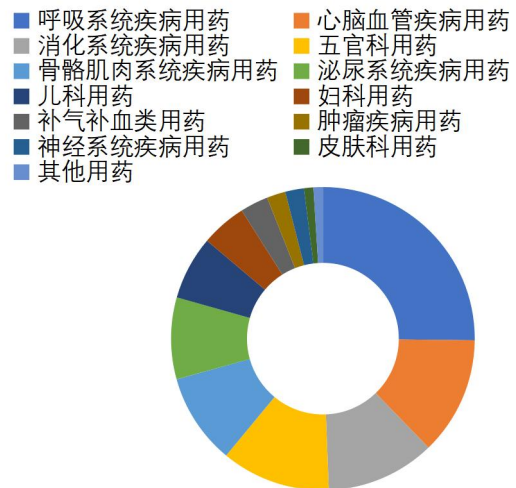
中国实体药店销售额稳步增长，消化系统中成药市场空间可观。在医改政策的影响下，实体药店市场潜力逐渐显现，从 2016 年到 2019 年实体药店的销售额不断增长，从 3327 亿元增长至 4057 亿元。受疫情影响，2020 年增速开始减缓，销售额为 4087 亿元，同比增长 0.70%。2021 年开始恢复，实体中成药分类中，消化系统疾病用药市场不断增长。2020 年消化系统疾病用药占比 9.73%，而在 2022 年统计 103 个销售过亿的独家中成药的数据，消化系统疾病用药占比 11.65%，占据第三大市场份额，同比增长 38.53%。在国内消化系统疾病患病人数不断增加的背景下，其用药市场规模从 2020 年至今呈现增长态势，未来发展潜力大。

图表 19 2016-2022 中国实体药店药品销售情况 (亿元)



资料来源：米内网，华安证券研究所

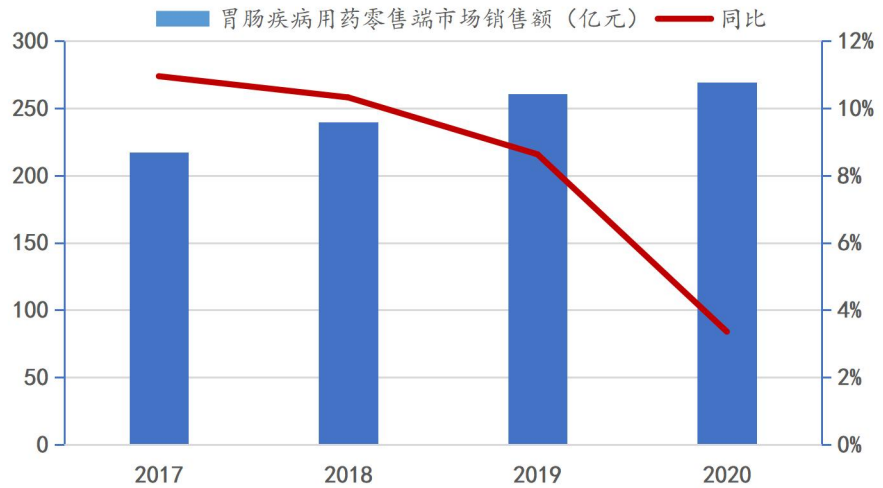
图表 20 2022 年实体药店中成药销售结构



资料来源：米内网，华安证券研究所

**肠胃疾病用药市场规模不断扩大，需求不断增加。**随着现代生活节奏的加快、饮食不规律和老龄人口的增加，具有肠胃调理需求的人数不断增长，因此肠胃疾病用药零售端市场规模随之扩大。2017-2020 年我国胃肠疾病用药零售端市场销售额持续增长，从 217.47 亿元至 269.4 亿元，年复合增长率为 7.4%。在中国肠胃疾病用药行业政策不断强化的背景下，推测未来肠胃疾病用药行业市场规模仍将稳步增长。

图表 21 中国胃肠道疾病用药零售端市场规模 (亿元)



资料来源：国统调查报告网，华安证券研究所

### 3.2 十亿级产品肠炎宁，竞争格局良好

“康恩贝”肠炎宁系列持续塑造品牌形象，2022 年收入突破十亿大关。肠胃疾病为多慢性病，需要长期服药，因此具有副作用小、药性温和特点的中成药逐渐受到消费者青睐。肠炎宁系列产品在植物药产品市场具有良好的名誉，主要针对大便泄泻、腹痛腹胀、消化不良等症状，具有清热利湿的功效，可以减轻急慢性胃肠炎。通过肠炎宁旗舰样板店的打造和复制，肠炎宁系列产品的销售收入从 2017 年稳步上升。经过品牌宣传和市场开发，“康恩贝”牌肠炎宁系列产品成为国内零售肠道用药市场的龙头产品，2022 年销售收入首次突破 10 亿元，同比增长 17.51%。2023 年以来由于疫情新形势的影响，居民止泻类药物需求大幅增长，2023 年一季度，肠炎宁系列产品销售收入同比增长 100%。

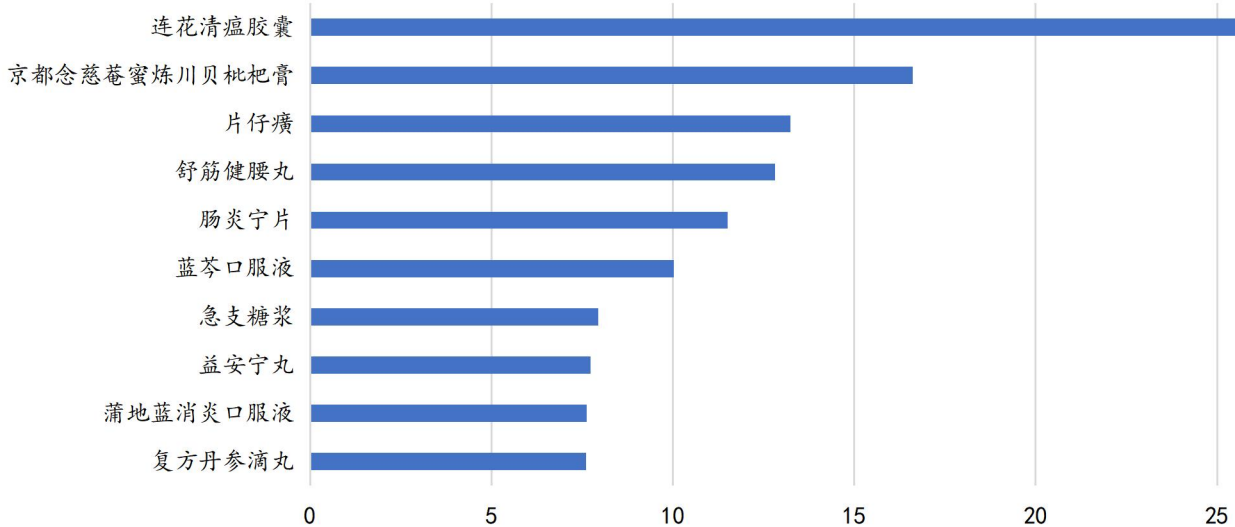
图表 22 肠炎宁系列销售收入 (亿元)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

随着肠炎宁系列产品销售额不断增长，市场竞争优势逐渐显现。2022年城市实体药店5亿级中成药产品销售额中，位居前5，仅次于莲花清瘟胶囊、京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏、片仔癀和舒筋健腰丸，在中成药大健康行业中竞争优势逐渐显现。在城市实体药店胃肠道中成药市场中，康恩贝的肠炎宁系列品牌效应较好，并入选2022年度中国非处方中成药黄金大单品名单。根据2021年企业含税出厂价为准计算的非处方药和健康产品销售额，康恩贝牌肠炎宁系列产品表现出众，在中国中成药OTC中排名第二，因此肠炎宁系列在中药大健康领域的市场竞争优势逐渐显现。

图表 23 2022年城市实体药店5亿级中成药TOP10产品销售额（亿元）



资料来源：米内网，在线康恩贝公众号，华安证券研究所

### 3.3 加快品牌化建设，OTC 中药板块发展快速

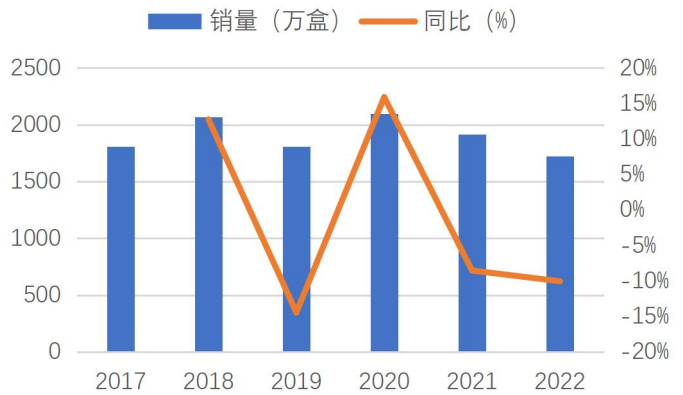
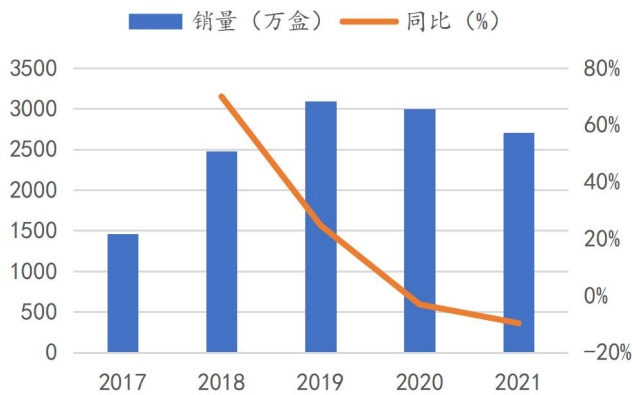
国资入主后，公司核心业务向中药大健康领域聚焦。公司利用十亿级产品肠炎宁引领公司产品梯队化发展，内生增长驱动不断增强，共15个品种年销售收入过亿，中医药大健康产品的收入贡献持续提升。2022年，公司非处方药业务实现收入20.4亿元，可比口径同比增长7.61%，占公司营收33.99%；大健康产品销售收入保持较快增长，规模近5亿元，同比增长21.34%，营收占比7.97%，其中保健食品和功能性食品等产品本期销售收入同比增长11.08%。

**政策松弛，复方鱼腥草合剂有望恢复增长。**“金笛”复方鱼腥草合剂作为呼吸系统用药，主治于外感风热引起的咽喉疼痛，急性咽炎、扁桃腺炎有风热症候者，是公司主推的2-5亿级产品。2021年，公司复方鱼腥草合剂销售额超3亿，位居中国零售药店终端清热解毒中成药产品第5位。新冠疫情后，受到感冒呼吸道类药物的管控政策，该产品2021年的销售量较2019年下降14.35%。随着管控政策的松弛，复方鱼腥草合剂销售额有望恢复疫情前水平，为公司增长带来新增量。

**老龄化趋势推动普乐安片销量增长。**前列腺疾病已成为成年男性常见疾病，主要包括前列腺增生和前列腺炎。我国良性前列腺增生（BPH）患者群体主要为中老年群体。伴随人口老龄化趋势的加剧，前列腺疾病的发病率和患者数量持续上升，用药规模不断增长。前列康牌普乐安片主治前列腺炎、前列腺肥大等症状，是国内第一个专业治

疗前列腺疾病的纯花粉制剂，开创了非手术治疗前列腺疾病的先河。前列康牌普乐安片是公司核心 2-5 亿级产品，其营收未来有望持续增长。

图表 24 复方鱼腥草合剂 2017-2021 销量变化 (万盒; %) 图表 25 前列康普乐安片 2017-2022 销量变化 (万盒; %)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**资源整合，中药饮片业务协同发展。**为结构混合所有制改革后的同业竞争问题，公司收购中医药大学饮片公司 66% 股权。中医药大学饮片公司业务主要包括饮片业务、煎药业务和调拨业务，生产销售中药饮片 800 余种，基本满足医疗机构的临床用药需求。收购中医药大学饮片公司后，公司中药饮片业务资源持续整合优化，发挥产学研一体的资源优势，通过提升饮片质量和优化业务结构，打造浙江省内行业标杆。2022 年，中药饮片业务实现销售收入 5.36 亿，同比增长 22.46%，成为公司中药大健康战略的重要组成部分。

### 3.4 临床价值凸显，处方药业务有望触底反弹

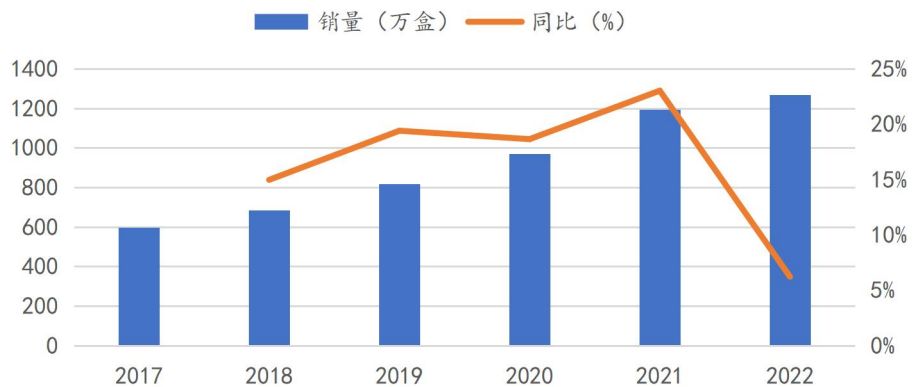
**公司处方药品种众多，医保政策变动助力市场扩张。**公司处方药核心产品“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片用于治疗分泌大量浓稠痰液的慢性阻塞性肺病 (COPD)，慢性支气管炎 (CB)、肺气肿 (PE) 等慢性呼吸系统感染；该产品于 2020 年调入国家医保目录，并不断扩大在县级医院的覆盖范围，未来有望持续放量增长，2022 年收入同比增长 35% 以上。“金艾康”汉防己甲素片为公司核心处方药产品，为抗风湿药及抗肿瘤辅助用药。自 2022 年 1 月 1 日起，汉防己甲素片的医保支付范围恢复至药品说明书，即从限于单纯矽肺 I、II、III 期及各期煤矽肺扩大至适用于风湿痛、关节痛、神经痛等领域，市场份额有望进一步扩张；“金康灵力”氢溴酸加兰他敏片，适用于良性记忆障碍，提高患者指向记忆、联想学习、图像回忆、无意义图形再认及人像回忆等能力；对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍也有改善作用，该产品自 2020 年获批后，逐步投入市场，后续预计会持续增长。

**公司坚持加强处方药的循证医学研究，提高处方药产品市场覆盖率。**公司积极拓展独特中药、特色化学药等处方药业务，通过增强产品的医学价值提高医疗终端覆盖率。对于处方药的营销，公司采用学术推广模式，通过专业化学术推广，最终实现对公立等级医院、基层医疗机构和民营医院等各类医疗终端的销售，并

快速提升集采产品的市场覆盖率，实现恢复增长。2022年，公司集采产品实现销售收入6.4亿，同比增长22%。截止2022年，处方药集采对公司营收的影响基本见底，未来处方药营收有望触底反弹。

**麝香通心滴丸疗效显著，在老龄化驱动下有望进入新版基药。**鉴于人口老龄化、生活方式改变等因素，我国心血管发病率持续提升，根据国家心血管病中心《中国心血管健康与疾病报告2021》推算，我国约有心血管疾病患者人数3.3亿。麝香通心滴丸为公司核心处方药产品，是国内首个具有改善冠脉血流速度影像学证据的心血管中成药，为国家中药二级保护品种，主用于冠心病稳定型劳累性心绞痛，有活血化瘀止痛的效果，在冠心病、冠脉微血管疾病等心血管领域有显著的临床疗效。该产品目前已纳入《冠状动脉微血管病中西医结合诊疗指南》等18部指南/共识推荐用药。在老龄化与公司持续临床研究的推动下，麝香通心滴丸有望进入2023年新版《国家基本药物目录》，快速实现产品进院和持续放量增长。

图表 26 麝香通心滴丸 2017-2022 销量 (万盒; %)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.5 研发投入持续增长，新药获批有望抢占市场

公司整体研发投入持续增长，目标明确实现有的放矢。公司研发投入持续增长，2022年公司整体研发投入2.63亿元，占制造业收入比重4.55%，同比上升1个百分点，研发投入科比增长32%。公司研发投入集中于新药黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片的开发，兼顾肠炎宁等原有产品的二次开发，在保证原有药物持续提供营收的同时积极开发新的药物以拓展市场，助力产品梯队化发展。

图表 27 2022 年康恩贝研发投入使用情况

研发项目	研发投入金额 (万元)	研发投入占营业收入比例 (%)	本期金额较上年同期变动比例 (%)	情况说明
黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片	6,804.37	1.13	259.64	2022年12月已获得药品注册证书
药品一致性评价	418.96	0.07	-85.07	公司一致性评价工作已进入收尾阶段

银杏叶产品的二次开发	824.73	0.14	131.17	
普乐安二次开发	302.97	0.05	-23.39	
EVT-401	283.83	0.05	-82.25	尚未开展临床试验
肠炎宁系列二次开发	1,746.51	0.29	20.8	
复方鱼腥草合剂二次开发	964.24	0.16	42.59	

资料来源：公司年报，华安证券研究所

**研发管线结构明确，新药有望抢占口腔市场空缺。**公司研发管线兼顾新药研制与原有药物的二次开发。在二次开发方面，研制肠炎宁颗粒与复方鱼腥草合剂小儿剂型等新产品从而更好地迎合市场需求变化。新药方面，中药创新药黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片获得2个批件，该产品用于心脾积热所致轻型复发性口腔溃疡，症见口腔黏膜溃疡，局部红肿、灼热疼痛等，是公司未来开拓口腔贴片市场的核心产品，目前市面上仅有两款化学药贴片产品，公司中药口腔贴片未来发展潜力大。

**图表 28 康恩贝 2022 年研发管线情况**

研发项目	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	研发(注册)所处阶段
1	银杏叶提取物及产品的二次开发	中药	活血化瘀通络。用于瘀血阻络引起的胸痹、心痛、中风、半身不遂、舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗塞见上述证候者。	是	基础研究及工艺质量提升
2	普乐安制剂的二次开发	中药	用于肾气不固，腰膝酸软，尿后余沥或失禁，及慢性前列腺炎、前列腺增生。	否	基础研究及工艺质量提升
3	EVT-401	化药1类 (原化药1.1类)	用于镇痛：急性、炎性和神经性疼痛、慢性痛、牙痛、头痛等等；炎症介导和导致它们的疾病与障碍：关节炎、类风湿性关节炎、骨关节炎等。	是	准备进入临床I期
4	肠炎宁系列二次开发	中药	用于急、慢性胃肠炎、腹泻、细菌性痢疾、小儿消化不良。	否	基础研究及工艺质量提升
5	复方鱼腥草合剂二次开发	中药	清热解毒。用于外感风热引起的咽喉疼痛；急性咽炎、扁桃腺炎有风热证候者。	否	基础研究及工艺质量提升

6	注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	一致性评价	适用于对哌拉西林耐药,但对哌拉西林/他唑巴坦敏感的产 $\beta$ -内酰胺酶的细菌引起的中、重度感染。	是	专业审评中(2023年3月13日已取得批件)
7	注射用阿奇霉素	一致性评价	适用于敏感病原菌所致的感染。	是	专业审评中(2023年2月15日已取得批件)
8	CCT	中药	止咳,化痰。	否	已完成临床前研究

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所



## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测与估值分析

我们将公司的业绩拆分为处方药、非处方药、健康消费品、中药饮片、其他产品和其他业务六个板块进行预测：1) 处方药和非处方药板块是公司的核心业务，分别占公司总营业收入的 1/3，非处方药板块 2022 年收入 20.40 亿元，其中肠炎宁系列 2022 年收入突破 10 亿，该系列未来预计会持续增长，同时公司计划依托肠炎宁打造胃肠道产品群，该板块预计未来三年增速在 10%-20%，在 2025 年收入有望突破 30 亿元；处方药板块 2022 年收入 20.41 亿元，其中麝香通心滴丸是新版基药目录的有力竞争者，该产品如果成功进入基药，未来预计会带来较大放量，此外，公司其他处方药产品发展稳定，该板块预计未来三年增速在 10%-15%，在 2025 年收入有望达到 30 亿元左右。2) 健康消费品和中药饮片，未来基于公司的大健康发展战略，预计会成为公司业绩的新增长点。3) 其他产品和其它业务发展稳定，预计收入和毛利率将保持稳定。

图表 29 业绩拆分 (百万元)

			2022A	2023E	2024E	2025E
百万元		营业收入	6,000	7,045	8,082	9,138
		(+/-%)		17.4%	14.7%	13.1%
		营业成本	2,442	2,773	3,160	3,556
		毛利率	59.3%	60.6%	60.9%	61.1%
	<b>一、</b>	<b>处方药</b>	<b>2,041</b>	<b>2,332</b>	<b>2,648</b>	<b>2,991</b>
		YOY		14.3%	13.5%	12.9%
		占公司收入百分比	34.0%	33.1%	32.8%	32.7%
		毛利率	78.4%	79.5%	79.9%	80.1%
	<b>二、</b>	<b>非处方药</b>	<b>2,040</b>	<b>2,470</b>	<b>2,836</b>	<b>3,172</b>
		YOY		19.6%	14.8%	11.8%
		占公司收入百分比	34.0%	35.1%	35.1%	34.7%
		毛利率	72.9%	75.0%	75.5%	76.0%
	<b>三、</b>	<b>健康消费品</b>	<b>478</b>	<b>598</b>	<b>717</b>	<b>860</b>
		YOY		25.0%	20.0%	20.0%
		占公司收入百分比	8.0%	8.5%	8.9%	9.4%
		毛利率	50.1%	50.0%	50.0%	50.0%
	<b>四、</b>	<b>中药饮片</b>	<b>536</b>	<b>644</b>	<b>772</b>	<b>888</b>
		YOY		20.0%	20.0%	15.0%
		占公司收入百分比	8.9%	9.1%	9.6%	9.7%

			毛利率	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	五、	其他产品		850	935	1,029	1,132
			YOY		10.0%	10.0%	10.0%
			占公司收入百分比	14.2%	13.3%	12.7%	12.4%
			毛利率	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	六、	其它		55	66	79	95
			YOY	53.0%	20.0%	20.0%	20.0%
			占公司收入百分比	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
			毛利率	46.7%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源: ifind, 华安证券研究所测算

我们选取了申万行业分类中同属中药 II 分类下的, 2023 年 7 月 11 日市值在 135-155 亿元区间内的可比公司: 珍宝岛、众生药业和康缘药业。截止 2023 年 7 月 12 日, 一致预测显示可比公司 2023-2025 年 PE 平均为 26X/21X/18X; 我们预测康恩贝 2023-2025 年, PE 为 21X/16X/14X。

图表 30 可比估值

	股票	股票	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
	代码	名称		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
可比公司	603567.SH	珍宝岛	150	1.85	6.15	7.82	9.69	65	24	19	15
	002317.SZ	众生药业	141	3.22	4.48	5.20	6	68	29	25	22
	600557.SH	康缘药业	140	4.34	5.59	6.96	8.49	25	24	20	16
		平均值	144	3.14	5.41	6.66	8.06	53	26	21	18
公司	600572.SH	康恩贝	176	3.58	6.89	8.84	10.41	34	21	16	14

资料来源: ifind (一致预测; 2023/7/12), 华安证券研究所

## 4.2 投资逻辑与建议

**康恩贝: 浙江省最大中医药企业, 聚焦医药产业, 发展五十载。**

浙江康恩贝制药股份有限公司是一家集药品研发、生产、销售及药材种植为一体的大型医药上市企业。公司发展五十载, 专注医药健康发展。打造浙江省中医药健康产业主平台, 成为中国中药健康产业的龙头企业之一。

**混改完成, 公司不断优化资产, 发展布局聚焦中药大健康产业。**

2020 年, 康恩贝集团将其名下康恩贝 20% 的股权以 33.02 亿元总价转让给浙江省中医药集团, 康恩贝正式纳入浙江省国贸集团管理体系。2021 年 7 月, 康恩贝混改方案正式落地。康恩贝致力于建设浙江省中医药健康产业主平台, 发展战略聚焦中药大健康产业。

公司持续清理低效无效资产, 实现“强体瘦身”。2021 年开始, 公司陆续处理其

名下低效资产，例如贵州拜特、迪耳药业和大晶眼健康公司等，及时止损并降低减值风险，轻装上阵。

2021年开始，公司陆续处理其名下低效资产，例如贵州拜特、迪耳药业和大晶眼健康公司等，及时止损并降低减值风险，轻装上阵。

此外，2021年和2023年公司分别两次转让了优质子公司珍视明公司42%和7.84%的股权为中药大健康产业发展赋能，实现资金回笼，该笔资金将投入到中药大健康产业的发展。公司实施股权激励计划，2022年目标顺利完成。

2022年，公司开始实施股票期权激励计划，计划以4.13元/股（实施公司2022年度权益分派方案后调整为3.98元/股）的行权价格向537名符合条件的激励对象授予共计6247.5万份股票期权，预留期权激励数量752.5万份。公司成功完成2022年激励目标，业绩表现优异。2022年，公司扣非归母净利润4.83亿元，较2021年增长205.39%，已超过200%的目标增长率，同时，也完成了对标企业75分位（31.65%）；扣非加权平均净资产收益率为6.89%，已完成6.5%的目标，同时达到申万二级行业分类中药II所含企业的平均水平（2.98%）；研发投入为2.63亿元，占当年工业营业收入4.55%；经营现金净流量与净利润的比值为2.51，均达到2022年激励计划要求。

#### “康恩贝”产品布局丰富，非处方药肠炎宁收入超10亿元

“康恩贝”肠炎宁系列持续塑造品牌形象，2022年收入突破十亿大关，成为国内零售肠道用药市场的龙头产品。我国肠胃疾病用药市场规模不断扩大，需求不断增加。随着行业扩张，肠炎宁作为该领域的龙头产品，具有较大的增长空间。

康恩贝销售过亿元品种共有15个，其中“金笛”牌复方鱼腥草合剂2021年受疫情影响较大，目前销售情况恢复较好，有望快速回到2020年4亿元以上的规模。处方药产品，麝香通心滴丸有望进入新版基药目录。麝香通心滴丸是公司核心产品，该产品目前已纳入《冠状动脉微血管病中西医结合诊疗指南》等18部临床指南/专家共识推荐用药，有较大潜力纳入新版基药目录，未来产品放量潜力大。

#### 黄蜀葵花口腔贴片中药创新药获批，该产品竞争格局良好

中药创新药黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片获得2个批件，该产品是公司未来开拓口腔贴片及口腔健康市场的核心产品，目前市面上仅有两款化学药贴片产品，公司中药口腔贴片及健康产品未来发展潜力大。

#### 投资建议

康恩贝历经了国资入主，混改落地，核心发展战略聚焦中药大健康板块，同时康恩贝十亿元级别单品肠炎宁，竞争格局良好，增长空间较大。我们预计公司2023~2025年收入分别70.45/80.82/91.38亿元，分别同比增长17.4%/14.7%/13.1%，归母净利润分别为6.79/8.84/10.41亿元，分别同比增长89.5%/30.2%/17.7%，对应估值为21X/16X/14X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## 风险提示：

### ● 行业政策变化风险：

医药行业是受政府政策影响较大的行业之一，医药行业产业政策以及国家、地方性法律法规的变化，将直接影响医药行业的景气程度。药品集中带量采购、医保政策调整等措施，更是深刻影响医药行业的各个领域。自2018年以来国家层面已开展七批仿制药带量采购，累计覆盖294个药品，《“十四五”全民医疗保障规划》提出要求，到2025年国家及省级药品集中采购品种达到500个。中成药集采从

2020 年开始陆续在金华、河南等省市试点，逐步扩面到跨省联盟集采，湖北、广东、山东、北京也完成大品种中成药集采。2022 年 9 月 10 日全国中成药联合采购办公室成立，涉及 16 个中成药，覆盖 30 个省，覆盖面进一步扩大。未来，随着国家医疗卫生体制改革的不断深化，医药政策陆续出台，集中带量采购的持续推进，可能继续对医药行业带来冲击。

● **研发创新风险：**

研发创新是医药行业的核心驱动力，同时新药研发具有高投资、高风险的特点，药品的前期研发以及产品从研制、临床试验报批到投产、上市销售的周期长、环节多，容易受到众多不确定因素的影响，研发项目具有研发失败、新用药技术不被临床接受、竞争品种抢占市场先机等风险。面对上述风险，公司继续坚定实施科技创新驱动发展工程，通过项目引进和自主开发，专注于新药和特色仿制药的研制与开发，持续做好工艺提升、产品雷点排除、技术难题解决，形成系统化开发方案，推动科技转化和产、学、研对接联动；同时引进高质量的研发人才，加强研发团队的建设，保障研发投入不断提升，建立高效的研发管理体系和完善核心研发人员的激励机制，提高研发质量，提高研发效率，努力将公司研发平台打造成为省国贸集团的研发创新高地。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5395	5467	6736	8207	<b>营业收入</b>	6000	7045	8082	9138
现金	2468	2294	3205	4300	营业成本	2442	2773	3160	3556
应收账款	953	1072	1239	1406	营业税金及附加	75	88	100	114
其他应收款	59	84	92	104	销售费用	2062	2621	2922	3281
预付账款	70	64	76	87	管理费用	520	598	687	779
存货	1128	1236	1407	1594	财务费用	-14	-65	-115	-179
其他流动资产	717	717	717	717	资产减值损失	-69	31	46	55
<b>非流动资产</b>	5534	5648	5746	5841	公允价值变动收益	198	0	0	0
长期投资	1416	1416	1416	1416	投资净收益	34	40	45	51
固定资产	2550	2645	2785	2958	<b>营业利润</b>	602	1019	1325	1585
无形资产	391	400	414	432	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	1178	1188	1131	1035	营业外支出	14	0	0	0
<b>资产总计</b>	10930	11115	12482	14048	<b>利润总额</b>	590	1019	1325	1585
<b>流动负债</b>	2789	2168	2480	2791	所得税	130	213	270	330
短期借款	718	0	0	0	<b>净利润</b>	460	806	1055	1255
应付账款	594	591	698	789	少数股东损益	102	128	171	214
其他流动负债	1478	1577	1782	2002	<b>归属母公司净利润</b>	358	679	884	1041
<b>非流动负债</b>	817	817	817	817	EBITDA	993	884	1093	1254
长期借款	330	330	330	330	EPS (元)	0.14	0.26	0.34	0.40
其他非流动负债	487	487	487	487					
<b>负债合计</b>	3606	2985	3297	3608					
少数股东权益	410	538	709	924	<b>主要财务比率</b>				
股本	2570	2570	2570	2570	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	150	150	150	150	<b>成长能力</b>				
留存收益	4194	4873	5757	6797	营业收入	-8.6%	17.4%	14.7%	13.1%
归属母公司股东权益	6914	7592	8476	9517	营业利润	-76.2%	69.2%	30.0%	19.6%
<b>负债和股东权益</b>	10930	11115	12482	14048	归属于母公司净利	-82.2%	89.5%	30.2%	17.7%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	59.3%	60.6%	60.9%	61.1%
					净利率 (%)	6.0%	9.6%	10.9%	11.4%
					ROE (%)	5.2%	8.9%	10.4%	10.9%
					ROIC (%)	6.5%	6.8%	7.9%	8.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	33.0%	26.9%	26.4%	25.7%
					净负债比率 (%)	49.2%	36.7%	35.9%	34.6%
					流动比率	1.93	2.52	2.72	2.94
					速动比率	1.51	1.92	2.12	2.34
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.55	0.63	0.65	0.65
					应收账款周转率	6.29	6.57	6.52	6.50
					应付账款周转率	4.11	4.69	4.53	4.51
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.14	0.26	0.34	0.40
					每股经营现金流薄)	0.45	0.28	0.40	0.46
					每股净资产	2.69	2.95	3.30	3.70
					<b>估值比率</b>				
					P/E	33.95	21.02	16.14	13.71
					P/B	1.76	1.88	1.68	1.50
					EV/EBITDA	10.96	14.08	10.56	8.33

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。