



康恩贝 (600572.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

混改提质增效,重点品种增长态势良好

投资逻辑

公司以现代中药和植物药为核心,持续推动大品牌大品种工程。经过多年发展,公司形成非处方药、处方药、健康消费品、中药饮片等业务板块,2022年共有15个品牌或产品系列销售过亿元。根据公司2023年业绩预增公告,2023年公司预计实现营收67.35亿元,同比+12%;归母净利润约5.9-6.8亿元,同比+65-90%;扣非归母净利润约5.4-6.0亿元,同比+11-25%。非经常性损益主要包括:公司所持嘉和生物股份市值减少幅度较22年更小,因此同比增加利润约1.2亿元;2023年5月,公司以约2.9亿元公开挂牌转让所持珍视明公司7.84%的股权,确认股权处置净利润约0.87亿元。

混改利于公司加强资源整合,实控人增持彰显发展信心。2020年,浙江省中医药健康产业集团有限公司并购康恩贝20%股权,公司实控人变更为浙江省国资委,利于公司加强融资等资源获取及整合。2024年1月31日,公司发布公告,省中医药健康产业集团拟在6个月内增持公司股份,累计增持比例不少于2%,不高于4%,目前增持已到2%,尚在其增持计划实施期限内。

重点发展自我保健产品业务,业务结构优化。公司自我保健产品业务包括非处方药及健康消费品。非处方药板块,公司培育康恩贝、前列康、金笛等知名品牌,其中“康恩贝”牌肠炎宁系列2023年前三季度实现收入11亿元,未来有望持续贡献现金流。健康消费品板块以保健及功能性食品为主,公司打造新零售模式精准触达用户,未来有望维持稳定增长。2023年前三季度,自我保健产品业务实现营收23.4亿元,同比+24%,业务结构进一步优化。

处方药板块多个品种进入医保,有望高速放量。金康速力2020年调入国家医保目录后收入增长显著,2021/2022/2023年前三季度收入分别同比增长27%/35%/36%。黄蜀葵花总黄酮口腔贴片为2022年获批上市的创新中药,于2023年12月通过国谈纳入国家医保目录,进入医保后有望高速放量。麝香通心滴丸是公司独家中成药产品,公司积极推动其新版基本药物目录准入相关工作,若入选则有望进一步拓展市场。

盈利预测、估值和评级

我们看好公司混改提质增效,推动大品牌大品种工程成效显著,预计公司2023-2025年实现归母净利润6.40亿/7.31亿/8.40亿元,同比增长79%/14%/15%,对应EPS为0.25/0.28/0.33元。我们选用相对估值法(市盈率法)对公司进行估值,给予公司2024年19倍PE,目标价5.40元,首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示

一季度高基数风险、行业监管政策力度加强风险、公司产品成本提高风险、产品销售不及预期风险、股权质押风险等

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币):4.90元

目标价(人民币):5.40元



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,151	6,000	6,735	7,599	8,560
营业收入增长率	4.09%	-2.45%	12.24%	12.83%	12.64%
归母净利润(百万元)	2,009	358	640	731	840
归母净利润增长率	343.24%	-82.18%	78.72%	14.25%	14.82%
摊薄每股收益(元)	0.782	0.139	0.249	0.284	0.327
每股经营性现金流净额	0.35	0.45	0.26	0.42	0.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.46%	5.18%	9.04%	10.02%	11.02%
P/E	6.27	35.17	19.68	17.22	15.00
P/B	1.78	1.82	1.78	1.73	1.65

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司产品线丰富，混改后经营持续向好.....	4
1.1 公司产品治疗领域广泛，重视品牌建设.....	4
1.2 混改有利于公司加强资源整合，实控人持续增持彰显发展信心.....	5
1.3 部分资产逐步出清，业绩有望进入稳健增长期.....	6
1.4 推出股权激励计划，有望充分激发团队活力.....	9
二、非处方药为核心业务板块，有望稳健增长.....	10
2.1 肠炎宁为十亿级别品种，品牌优势明显.....	10
2.2 金笛复方鱼腥草合剂有望实现恢复性增长.....	12
三、健康消费品板块将持续受益于老龄化和国民健康意识加强.....	13
四、处方药板块保持增长态势.....	15
4.1 麝香通心滴丸需求端持续扩容，公司积极推动其新版基药目录准入相关工作.....	15
4.2“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片进入医保后快速放量.....	16
4.3“金康灵力”牌氢溴酸加兰他敏片用于阿尔茨海默症治疗，增长迅速.....	16
4.4 黄蜀葵花总黄酮口腔贴片已成功通过谈判进入医保目录.....	16
五、中药饮片板块实现高增速，国资背景有望加速产品进院速度.....	17
六、盈利预测与投资建议.....	17
6.1 盈利预测.....	17
6.2 投资建议及估值.....	18
风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 公司部分重点产品.....	4
图表 2： 混改后公司实控人为浙江省国资委.....	6
图表 3： 混改后逐步解决同业竞争、进行业务整合.....	6
图表 4： 公司营业收入有所波动.....	7
图表 5： 公司归母净利润波动较大.....	7
图表 6： 聚焦主业布局，优化资源配置，公司 2024 年有望轻装上阵.....	8
图表 7： 各类产品在收入中的占比，非处方药和处方药产品更高.....	8
图表 8： 2020 年以来公司费用逐步优化.....	9
图表 9： 2020 年以来公司扣非归母净利率呈上升趋势.....	9
图表 10： 公司股权激励考核方案.....	9
图表 11： 公司非处方药板块收入（亿元）.....	10
图表 12： 国内零售终端肠胃道疾病用药销售规模持续增长.....	10



图表 13: 公司肠炎宁片折合 24s 规格销量情况 (万盒)	11
图表 14: 公司肠炎宁产品收入 (亿元) 稳健增长	11
图表 15: 2023 年 1-7 月康恩贝肠炎宁片在零售药店市场胃肠道用药中市占率领先	11
图表 16: 康恩贝牌肠炎宁被列入 2022 年度中国非处方药黄金大单品名单	12
图表 17: 2022 年中国城市实体药店终端清热解毒中成药产品 TOP10	13
图表 18: 金笛复方鱼腥草合剂销量存在波动	13
图表 19: 国内保健食品市场规模逐年提高	14
图表 20: 2020-2023Q3 健康消费品业务收入及同比增长情况 (2022 年为按可比口径的同比增速)	14
图表 21: 公司处方药业务收入 (亿元) 2023 年前三季度同比增长 5.71%	15
图表 22: 麝香通心滴丸销售量 (万盒) 整体呈现增长态势	16
图表 23: 公司收入拆分及预测	18
图表 24: 费用率预测	18
图表 25: 相对估值表	19



一、公司产品线丰富，混改后经营持续向好

1.1 公司产品治疗领域广泛，重视品牌建设

浙江康恩贝制药股份有限公司源起兰溪，经过逾五十年的发展，从一家街道制药厂发展为集药品研发、生产、销售于一体，以现代中药和植物药为核心，特色化学药及特色健康消费品为支撑的大型医药集团。目前，公司及子公司主营板块涵盖非处方药、健康消费品、处方药、中药饮片及原料药等多个板块，覆盖呼吸系统、消化系统、心脑血管、泌尿系统、抗感染和肌肉骨骼系统等治疗领域，生产片剂、胶囊剂、滴丸剂、颗粒剂等二十余种传统剂型及缓释、速释等新剂型，培育出了康恩贝、前列康、珍视明、天保宁四个中国驰名商标。公司长期重视品牌建设，持续推进大品牌大品种工程，充分发挥品牌森林优势，着力提升重点大品种的增长空间，大品牌大品种工程成效显著，2022 年销售过亿元品种共有 15 个。

非处方药板块：中长期增长快、盈利能力强，是公司的核心板块。“康恩贝”牌肠炎宁片剂和颗粒剂、“前列康”普安乐片剂及胶囊剂、“金笛”复方鱼腥草合剂、“天施康”为其知名品牌及系列产品。

处方药板块：包括“至心研”麝香通心滴丸、“天保宁”银杏叶片及胶囊、“色通乐”龙金通淋胶囊、“金艾康”汉防己甲素片、“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片、“金康灵力”氢溴酸加兰他敏片等知名产品。

健康消费品板块：产品多样，以营养补充剂、健康食品为主，多方位满足消费者日益增长的健康需求。

近年来，为应对政策和市场变化，公司调整业务结构，大力发展以非处方药和健康消费品组成的自我保健产品业务，目前已成长为核心业务板块之一。

此外，公司还涉及化学原料药、中药材及中药饮片、植物提取物等多个其他业务板块。

图表1：公司部分重点产品

所属板块	产品名称	适应症/功能主治	治疗领域	是否为中药保护品种	是否已进入基本药物目录	是否为国家医保药品
非处方药	“康恩贝”牌肠炎宁片	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。	消化系统	否	否	是
	“康恩贝”牌肠炎宁颗粒	清热利湿，行气。用于急、慢性胃肠炎，腹泻，小儿消化不良。	消化系统	否	否	是
	“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。	消化系统	否	是	是
	“金笛”复方鱼腥草合剂	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。	呼吸系统	否	否	否
	“前列康”普乐安片及胶囊	补肾固本。用于肾气不固所致腰膝酸软，尿后余沥。	泌尿系统	否	是	是
处方药	“至心研”麝香通心滴丸	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。	心脑血管	是	否	是
	“天保宁”银杏	活血化瘀通络。用于瘀血阻络引起的胸痹心	心脑血管	否	是	是



杏叶片及胶囊	痛、中风、半身不遂、舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死见上述证候者。	血管			
“色通乐”龙金通淋胶囊	彝医：夫色丕渣，西弗色哩哩诺奴诺，夫撕凯奴，吐土希合。中医：清热利湿，化痰通淋。用于湿热瘀阻所致的淋证，证见：尿急、尿频、尿痛；前列腺炎，前列腺增生症见上述证候者。	泌尿系统	否	否	是
“金艾康”汉防己甲素片	用于风湿痛、关节痛、神经痛。与小剂量放射合并用于肺癌；亦用于单纯矽肺 I、II、III 期及各期煤矽肺。	肌肉骨骼系统、呼吸系统	否	否	是
“必坦”盐酸坦索罗辛缓释胶囊	前列腺增生症引起的排尿障碍。	泌尿系统	否	是	是
“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。	呼吸系统	否	否	是
“前列康/前列”非那雄胺片	1. 本品适用于治疗和控制良性前列腺增生症 (BPH) 及预防泌尿系统事件：—降低发生急性尿潴留的危险性。—降低需进行经尿道切除前列腺 (TURP) 和前列腺切除术的危险性。2. 本品可使肥大的前列腺缩小，改善尿流及改善前列腺增生有关的症状。前列腺肥大患者适用于本品治疗。	泌尿系统	否	是	是

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

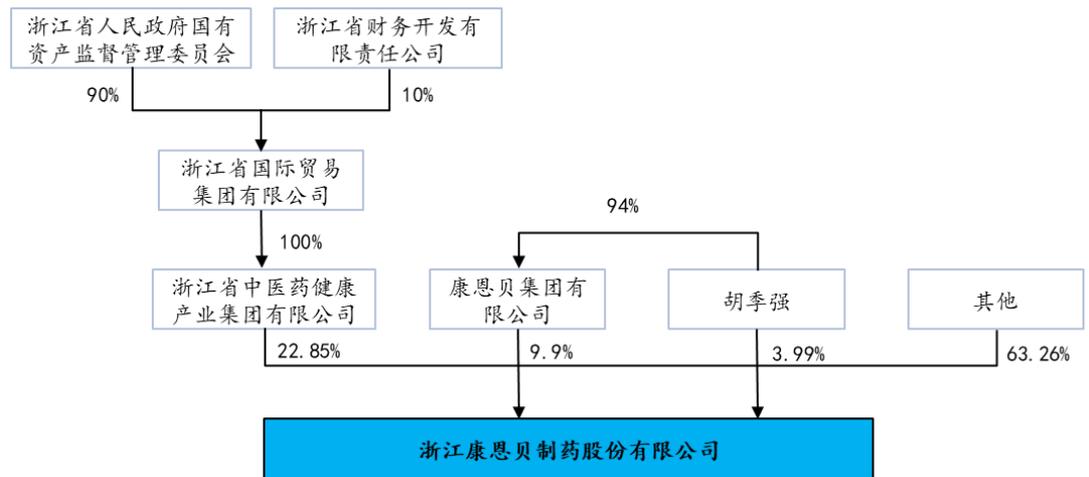
1.2 混改有利于公司加强资源整合，实控人持续增持彰显发展信心

2020 年 4 月 3 日，公司发布《战略合作暨股份转让意向性协议》，公司原控股股东康恩贝集团有限公司（简称：康恩贝集团公司）拟向省中医药健康产业集团转让所持有的康恩贝 533,464,040 股股份，占当时公司总股本的 20%。2020 年 7 月 3 日公司公告称，康恩贝集团公司与省中医药健康产业集团的股份过户登记手续已完成，省中医药健康产业集团持有公司 20% 股份，每股转让价为 6.19 元，总交易金额为 33.02 亿元，省中医药健康产业集团成为公司的控股股东，公司实际控制人变更为浙江省国资委，由民营控股企业转变成国有实际控制、国资民营股东共同参与治理的混合所有制新型市场主体。引入浙江省国资委，有利于更好地解决公司在诸如融资等资源获取及整合方面的弱项，充分发挥“国企实力与信用+民企机制与活力+康恩贝品牌”的组合优势。

省中医健康产业集团后于 2021 年 12 月 1 日至 2022 年 5 月 31 日，累计增持公司股份 231.30 万股；2024 年 1 月 31 日，公司公告称，省中医药健康产业集团拟在 6 个月内增持公司股份，累计增持比例不少于 2%（以当时总股本为基数，对应增持数量不少于 5140.08 万股），不高于 4%（对应增持数量不高于 10280.14 万股）。目前增持尚在实施计划期限内，截至 2024 年 3 月 22 日，省中医药健康产业集团持有公司 22.85% 的股权。



图表2: 混改后公司实控人为浙江省国资委



来源: 企查查, 国金证券研究所

混改落地以来, 公司聚焦主业, 推进资源整合协同工作。公司 2022 年完成了对省国贸集团体系内中医药大学饮片公司 66%股权和奥托康科技公司 100%股权收购工作, 消除同业竞争, 推进业务整合。

图表3: 混改后逐步解决同业竞争、进行业务整合

收购时间	公司	出资	收购股权比例	收购后持股	是否并表	并表日期	归属业务板块	2022年收入	2022年净利润
2019年5月	康恩贝健康科技公司	9760万元	80%	80%	是	2019年5月30日	健康消费品等	约5.3亿元	约4300万元
2019年8月	江西康恩贝中药有限公司	约1.70亿元	100%	100%	是	自全资子公司收购	-	约15.79亿元	约2.14亿元
2020年4月	广州喜鹊医药有限公司	5000万元	5.7%	5.7%	否	-	-	-	-
2022年8月	奥托康科技公司	3558万元	100%	100%	是	同一控制下企业合并	其他	-	-
2022年9月	中医药大学饮片公司	约1.70亿元	51%	51%	是	同一控制下企业合并	中药饮片	约5.12亿元	约1971万元
	中医药大学饮片公司	4995万元	15%	66%					
2023年3月	康恩贝健康科技公司	约3527万元	12.33%	100%	此前已并表	-	健康消费品等	约5.3亿元	约4300万元
	康恩贝健康科技公司	约2193万元	7.67%			-			
2023年4月	英特集团	约4亿元	9.67%	9.67%	否	-	其他	约306亿元	约4.6亿元
2023年10月	耐司康药业	约1.83亿元	80.58%	100%	此前已并表	-	其他	约3.89亿元	约5471万元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 部分资产逐步出清, 业绩有望进入稳健增长期

此前公司业绩有所波动, 但不稳定因素逐步消化。2019 年公司归母净利润为-3.46 亿元, 主要是由于子公司贵州拜特的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, 公司销售收入急剧下降, 公司当年因此计提商誉及无形资产计提减值准备约 7.51 亿元; 2020 年该影响持续, 公司实现营收 59.09 亿元, 同比减少 13%, 实现归母净利润 4.53 亿元, 扭亏为盈。2021 年公司实现归母净利润 20.09 亿元, 主要为当年因转让珍视明药业公司 42%股权并丧失对其控制权确认相关投资收益共计增加净利润约 23 亿元所致。



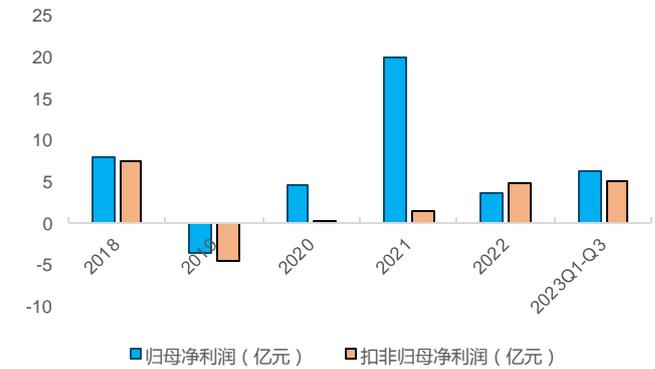
2020 年以来，公司聚焦主业，处置低效无效资产，如 2021 年 10 月完成对兰信小贷公司 30% 股权的转让，2022 年先后完成大晶眼健康、检康生物、邳州众康等股权的处置，同年 11 月完成对贵州拜特部分土地使用权和厂房等资产的公开挂牌转让；2024 年 2 月完成对可得网络公司 20% 股权的公开挂牌转让。随着对业绩影响不稳定因素的逐步消化，公司未来业绩有望实现稳健增长。

2023 年前三季度，公司实现营收 51.84 亿元，同比+16%，归母净利润 6.23 亿元，同比+172%，扣非归母净利润 5.10 亿元，同比+15%。根据公司 2023 年度业绩预增公告，2023 年公司预计实现营收 67.35 亿元，同比+12.25%；预计实现归母净利润 5.91-6.80 亿元，同比+65%-90%；预计实现扣非归母净利润 5.38-6.04 亿元，同比+11%-25%。公司所持嘉和生物股份 2023 年末市值较 2022 年末市值下降，减少公司归母净利润约 0.75 亿元，而上年同期由于其市值下降减少公司归母净利润约 1.98 亿元。所以，因公司所持嘉和生物股份市值变动影响，2023 年同比增加利润约 1.23 亿元。2023 年 5 月，公司以约 2.9 亿元通过浙江产权交易所公开挂牌方式完成转让所持珍视明公司 7.84% 的股权，确认了股权处置净利润约 0.87 亿元。

图表4：公司营业收入有所波动



图表5：公司归母净利润波动较大



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所



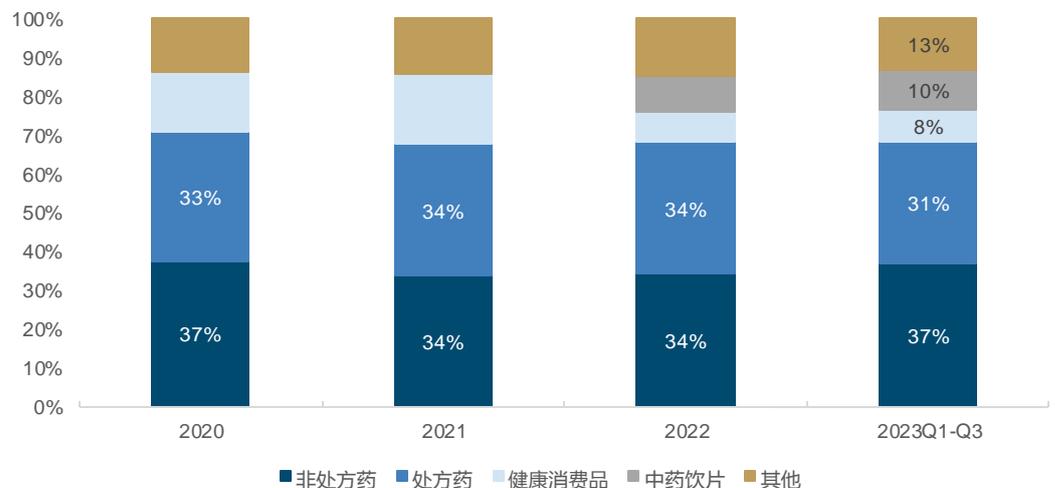
图表6: 聚焦主业布局, 优化资源配置, 公司2024年有望轻装上阵

时间	公司	售价	转让股权比例	转让后持股比例	出表时间	处置目的	出售前收入	出售前净利润
2015年7月	嘉林药业	6875万元	1.1%	0%	-	盘活资产、收回投资成本并获得一定收益	2014年约9.9亿元	2014年约3.6亿元
2016年12月	珍诚医药	34505万元	57.25%	0%	2016年12月	进一步调整投资结构整合资源聚焦公司核心业务发展	2016年约20亿元	2016年约-1854万元
2020年2月	JHBP (CY) Holdings Limited (后于2020年10月7日在香港联交所上市: 06998.HK, 嘉和生物)	2878万美元	4.43%	公司现持有嘉和生物5780.30万股股份	-	进一步调整和集中资源加快布局中药大健康产业新业务, 同时收回部分投资收益、优化资本结构	2019年前三季度约126万元	2019年前三季度约-1.9亿元
2021年10月	兰信小贷公司	5337万元	30%	0%	-	为整合资源聚焦发展中药大健康产业核心业务, 进一步调整优化资源配置, 同时及时回笼资金、降低投资风险	2020年H1约268万元	2020年H1约-0.5亿元
2021年12月	江西珍视明药业	16.8亿元	42%	38%	2021年12月	获取较好的回报与资金, 为聚焦和加速发展公司中药大健康业务提供更多资源, 持续提升公司价值	2021年H1约5.2亿元	2021年H1约0.68亿元
2022年1月	大晶眼健康	100万元	19.6%	0%	-	聚焦主业	-	-
2022年3月	浙江迪耳药业	3577万元	25%	0%	-	迪耳药业发展缓慢, 未来前景存在不确定性, 公司从参股企业退出, 集中资源聚焦主业	2021年1-10月约0.83亿元	2021年1-10月约377万元
2022年7月	邳州众康	40万元	51%	0%	2022年7月	聚焦主业	-	-
2022年11月	贵州拜特制药	1.21亿元	部分土地使用权和厂房等资产	-	-	处理闲置土地与厂房	-	-
2023年7月	江西珍视明药业	2.9亿元	7.84%	30.16%	-	获取较好的回报与资金, 为聚焦和加速发展公司中药大健康业务提供更多资源, 持续提升公司价值	2022年前三季度约7.1亿元	2022年前三季度约0.9亿元
2024年2月	上海可得网络科技(集团)有限公司	2600万元	20%	0%	-	聚焦主业, 处置低效资产	2023年1-10月约3.3亿元	2023年1-10月约-0.5亿元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

按产品拆分收入结构, 2023年前三季度, 公司收入占比最高的是非处方药业务(占比37%), 其次为处方药业务(占比31%)。健康消费品、中药饮片及其他产品收入占比均在10%左右。

图表7: 各类产品在收入中的占比, 非处方药和处方药产品更高



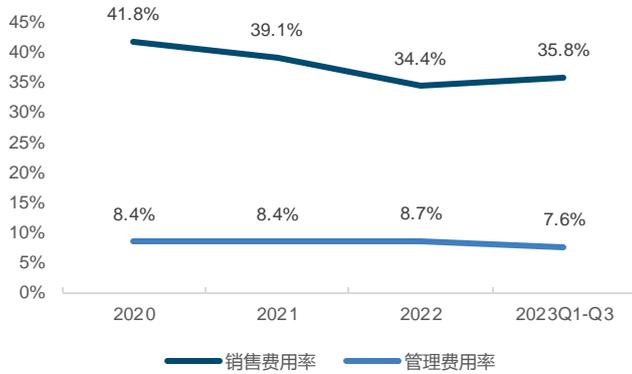
来源: 公司公告, 国金证券研究所

费用端逐渐优化, 盈利能力稳步提升。公司销售费用率从2020年的41.8%降至2023年前三季度的35.8%, 其中2022年销售费用率下降明显, 主要是因为当年珍视明公司不再纳

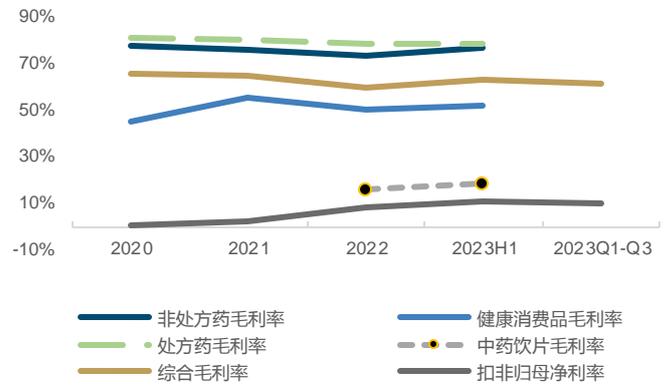


入合并报表范围以及公司加强营销费用管控。管理费用率保持平稳，2023 年前三季度为 7.6%。公司毛利率保持在 60%左右，2023 年前三季度为 61%；扣非归母净利率持续提升，从 2020 年的 0.3%升至 2023 年前三季度的 9.8%。

图表8: 2020 年以来公司费用逐步优化



图表9: 2020 年以来公司扣非归母净利率呈上升趋势



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 公司公告, 国金证券研究所

1.4 推出股权激励计划，有望充分激发团队活力

2022 年公司推出股权激励计划，彰显发展信心。本次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作为激励对象的行权条件。2022 年 11 月，公司完成股票期权首次授予，向 537 名激励对象授予 6247.5 万份股票期权，约占本次激励计划草案公告时公司股本总额的 2.43%；2023 年 11 月，公司完成股票期权预留部分的授予，向 103 名激励对象授予预留的 752.5 万份股票期权，约占本次激励计划草案公告时公司股本总额的 0.2928%。激励计划中，公司层面从扣非后归母净利润增长率、扣非后加权平均净资产收益率、研发投入占当期工业营业收入的比例和净利润现金含量四个维度进行考核。

图表10: 公司股权激励考核方案

行权期	业绩考核目标
首次授予的股票期权第一个行权期	以 2021 年度为基数，公司 2022 年度净利润增长率不低于 200%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 2022 年度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； 2022 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于 4.5%； 2022 年度净利润现金含量不低于 105%。
首次授予的股票期权第二个行权期	以 2021 年度为基数，公司 2023 年度净利润增长率不低于 240%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 2023 年度加权平均净资产收益率不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 2023 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于 5%； 2023 年度净利润现金含量不低于 105%。
首次授予的股票期权第三个行权期	以 2021 年度为基数，公司 2024 年度净利润增长率不低于 280%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 2024 年度加权平均净资产收益率不低于 7.5%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 2024 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于 5.5%； 2024 年度净利润现金含量不低于 105%。

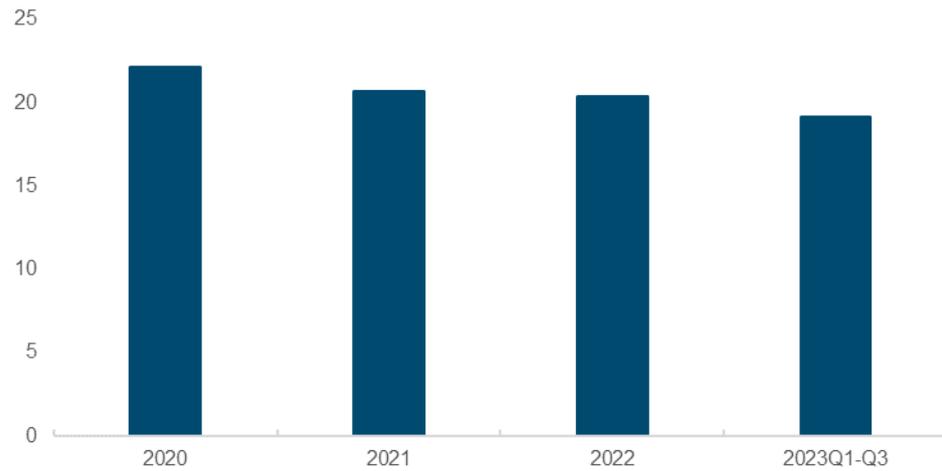


来源：公司公告，国金证券研究所

二、非处方药为核心业务板块，有望稳健增长

公司非处方药板块拥有康恩贝、金笛、金奥康、前列康等知名度较高的品牌及系列产品。非处方药板块 2021 年收入 20.66 亿，同比-6.70%，略有下滑，主要是当年“金笛”牌复方鱼腥草合剂由于感冒药类产品受管控影响，销售收入同比下降 34%；“金奥康”奥美拉唑肠溶胶囊受集采影响，销售收入同比下降 39.21%。2023 前三季度，公司非处方药板块实现收入 19.10 亿，同比+24.09%，实现高增长。

图表11：公司非处方药板块收入（亿元）

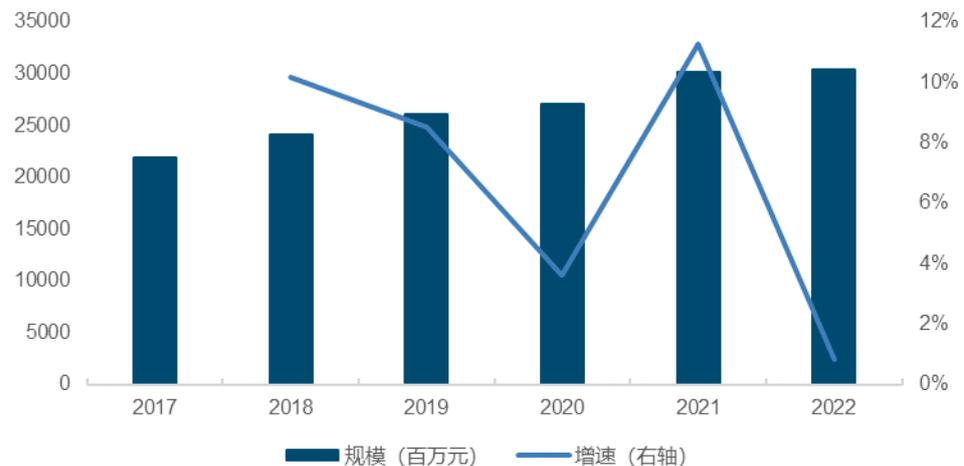


来源：公司公告，国金证券研究所

2.1 肠炎宁为十亿级别品种，品牌优势明显

康恩贝牌肠炎宁片是一款特色肠道中成药，含地锦草、金毛耳草、樟树根、香薷、枫香树叶五味中草药成分，主要在止泻、消除肠道炎症、降低肠道敏感性方面起作用。随着我国经济高速发展，生活节奏加快导致人们产生了诸多不健康的饮食习惯及生活习惯，胃肠疾病多发，消费者用药需求增加。当前我国胃肠病患者基数庞大，据第一药店财智引用中康 CMH 数据显示，近 5 年来，零售渠道胃肠道疾病用药销售规模逐年增长，2023 年上半年，胃肠道疾病用药在销售额达 164.74 亿元，比去年同期增长了 8.1%。

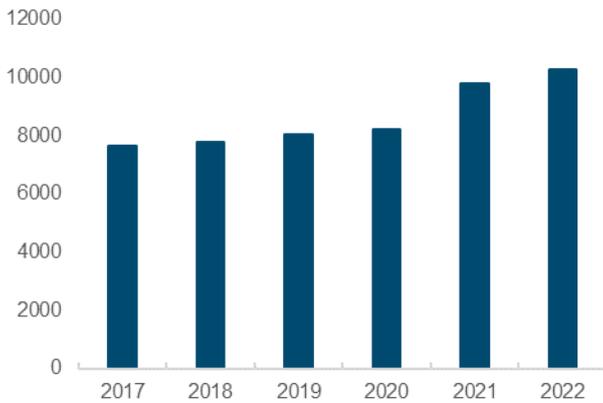
图表12：国内零售终端胃肠道疾病用药销售规模持续增长



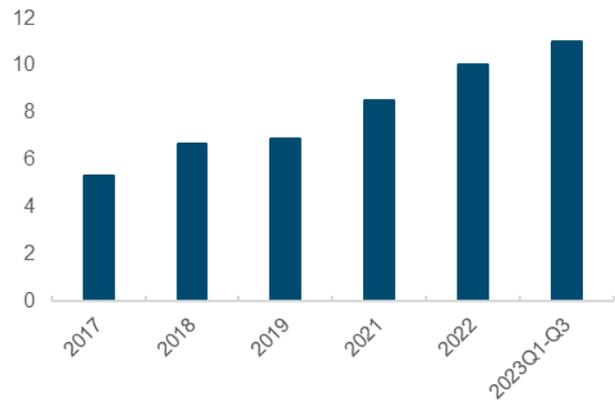
来源：第一药店财智，中康 CMH，国金证券研究所



图表13: 公司肠炎宁片折合 24s 规格销量情况 (万盒)



图表14: 公司肠炎宁产品收入 (亿元) 稳健增长

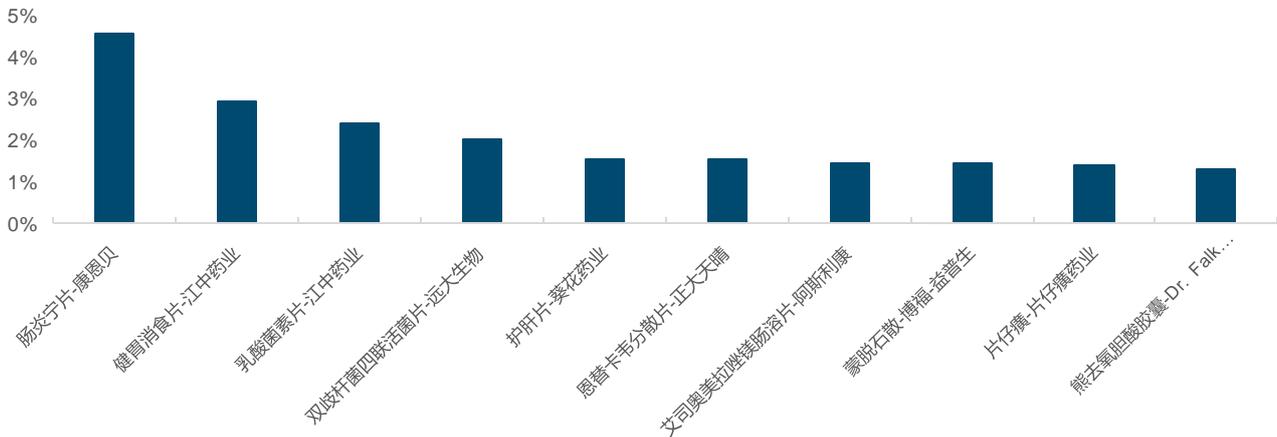


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

康恩贝肠炎宁为过十亿品种, 品牌力优势明显。产品的销量及收入均处于长期上涨态势, 2022 年肠炎宁收入 10.02 亿元, 同比+17.51%; 2023 年前三季度肠炎宁收入已达 11 亿元。康恩贝牌肠炎宁在市场上享有良好声誉并赢得消费者广泛认可, 据“连线康恩贝”引用中国药店统计数据, 目前在消化系统用药中, 占比最高的细分品类是胃肠道用药; 2023 年 1 至 7 月, 胃肠道用药全国热销品牌 TOP10 (通用名+厂家) 中, 第一名即为康恩贝的肠炎宁片。此外, 康恩贝肠炎宁入选 2022 年中国非处方药黄金大单品名单。

图表15: 2023 年 1-7 月康恩贝肠炎宁片在零售药店市场胃肠道用药中市占率领先



来源: 连线康恩贝, 中国药店, 国金证券研究所


图表16: 康恩贝牌肠炎宁被列入 2022 年度中国非处方药黄金大单品名单

药品通用名	商品名	企业名称
阿胶/复方阿胶浆	东阿	东阿阿胶股份有限公司
肠炎宁片/颗粒/糖浆	康恩贝	浙江康恩贝制药股份有限公司
肺宁颗粒	修正	柳河长隆制药有限公司
感冒灵颗粒/胶囊	999	华润三九医药股份有限公司
藿香正气口服液	太极	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司
急支糖浆/颗粒	太极、山水	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司
健胃消食片	江中	华润江中制药集团有限责任公司
金水宝胶囊	金水宝	江西金水宝制药有限公司
连花清瘟胶囊	以岭	石家庄以岭药业股份有限公司
马应龙麝香痔疮膏/栓	马应龙	马应龙药业集团股份有限公司
消痛贴膏	奇正+藏文	西藏奇正藏药股份有限公司
养血清脑颗粒/丸	天士力	天士力医药集团股份有限公司
云南白药气雾剂/膏/创可贴/酊	云南白药	云南白药集团股份有限公司

来源：中国非处方药物协会，国金证券研究所

公司积极强化市场营销优势，培育开拓新市场。近几年，公司一方面与“阿里健康”、“京东健康”及“美团”“饿了么”等第三方平台建立战略合作关系，积极探索品牌直营消费者的数字化营销发展模式；另一方面对肠炎宁这类具有广泛知名度的传统 OTC 品牌产品加快建设新零售体系，通过整合内外部优质资源，着力开拓新市场。公司多次举办特色场景式营销活动吸引消费者，如 2021 年 5 月 29 日世界肠道健康日，康恩贝肠炎宁联合上万家药店启动“万家药店共倡议：止泻更要治肠炎”的公益传播活动等。通过积极营销及市场培育，肠炎宁系列产品有望持续为公司贡献现金流。

2.2 金笛复方鱼腥草合剂有望实现恢复性增长

复方鱼腥草合剂由鱼腥草、黄芩、板蓝根、连翘和金银花 5 味药材组成，具有清热解毒之功效，用于外感风热引起的咽喉肿痛、急性咽炎、扁桃体炎有风热证候者。公司产品上市以来，疗效受到多方认可，被评为首批“浙产名药”和“浙江制造精品”，并被列入浙江省医药重点储备品种。2020 年 1 月 17 日，《中国中医药报》“学术”版面刊载了《中医药治疗感冒大有可为》的文章。文章介绍了复方鱼腥草制剂的临床应用研究，指出由传统经典治疗感冒中药材组方而成的金笛鱼腥草合剂在提高机体免疫，抗病毒转染和增殖以及对症治疗缓解炎症反应有着显著的效果。在米内网披露的 2022 年中国城市实体药店终端清热解毒中成药产品 TOP10 中，复方鱼腥草产品位居第六。2020 和 2021 年，受到外部公共卫生事件的影响，金笛作为清热解毒类产品销售受到限制，公司产品销量略有下滑；我们认为随着该影响因素的减弱，金笛产品有望在未来几年实现恢复性增长。

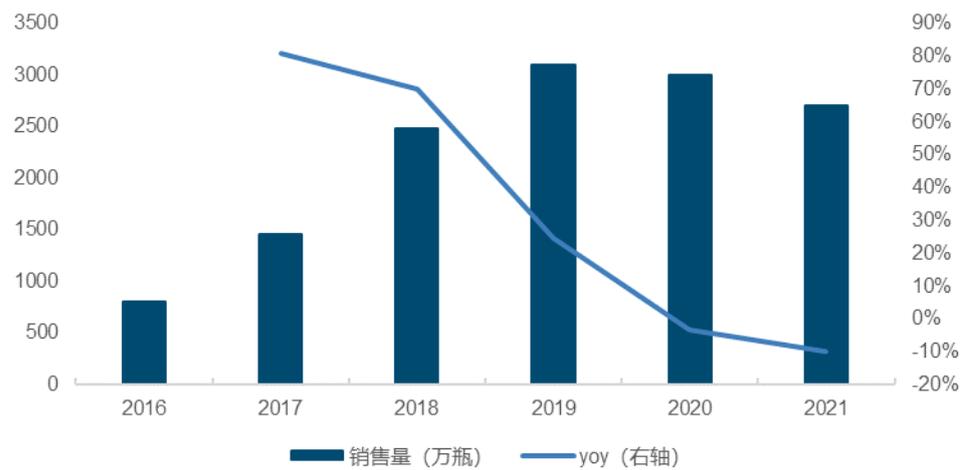


图表17: 2022年中国城市实体药店终端清热解毒中成药产品TOP10

排名	产品名称	销售额 (亿元)
1	板蓝根颗粒	11.97
2	蓝芩口服液	10.02
3	蒲地蓝消炎片	9.92
4	蒲地蓝消炎口服液	7.62
5	复方板蓝根颗粒	7.01
6	复方鱼腥草合剂	5.35
7	复方金银花颗粒	5.14
8	银黄滴丸	4.51
9	金银花口服液	3.89
10	穿心莲内酯滴丸	3.87

来源: 米内网, 国金证券研究所

图表18: 金笛复方鱼腥草合剂销量存在波动



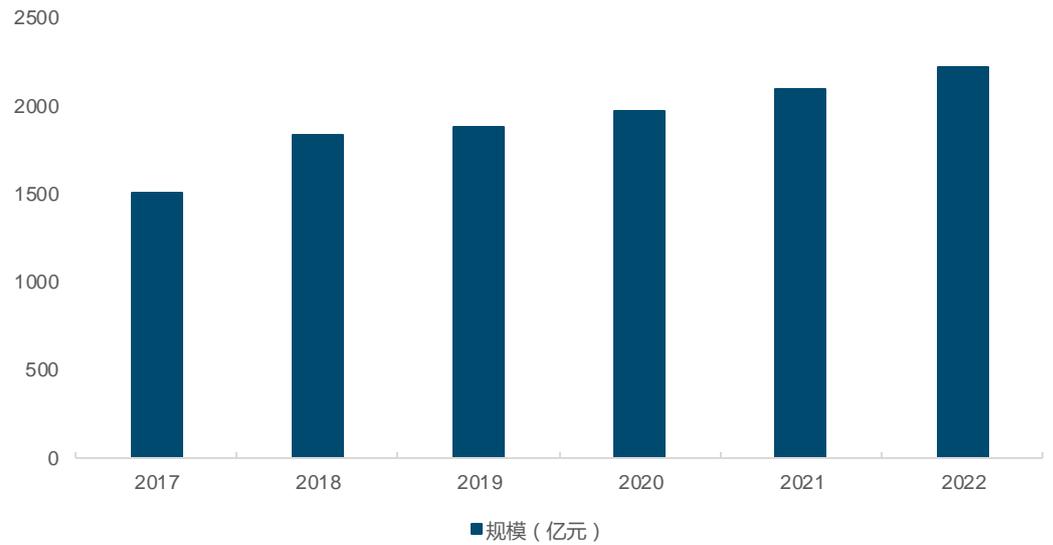
来源: 公司公告, 国金证券研究所

三、健康消费品板块将持续受益于老龄化和国民健康意识加强

公司健康消费品板块品类丰富, 包括营养补充剂、健康食品、健康卫生用品、健康日化用品等。据灼识咨询数据, 2017-2022年中国保健食品市场规模逐年增大。目前“健康中国2030”已经成为中国的国家战略, 随着保健消费品相关法律法规的不断完善、老龄化程度提高以及国民健康意识的加强, 我们认为保健消费品市场将维持快速增长。



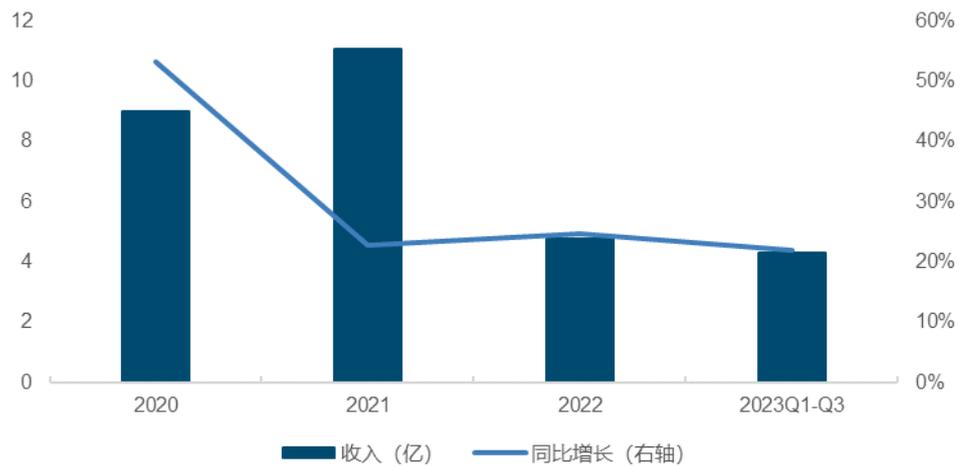
图表19: 国内保健食品市场规模逐年提高



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

2020-2023Q3 公司健康消费品业务一直保持较快增长。2021 年该板块收入超 11 亿元, 同比增长 22.87%。2021 年, 珍视明系列健康产品实现收入 7.24 亿元, 2022 年珍视明出表, 公司健康消费品业务实现收入 4.78 亿元, 以剔除珍视明出表因素后的可比口径计算, 同比增长 24.64%。2023 年前三季度, 公司健康消费品业务实现营收 4.30 亿元, 同比增长 21.91%。

图表20: 2020-2023Q3 健康消费品业务收入及同比增长情况(2022 年为按可比口径的同比增速)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

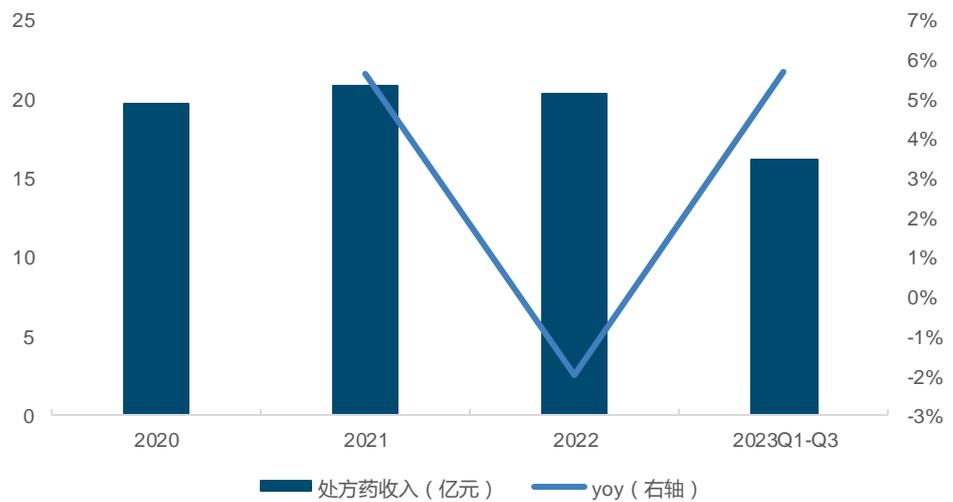
2020 年以来, 公司成立健康消费品事业部, 以互联网平台为基础, 以数字化为核心, 运用高度社交化、数字化的营销模式, 打造直接面向终端消费的新零售模式, 通过精准触达用户, 形成核心竞争力, 并取得显著成效。在 2023 年双十一期间, VC 泡腾片稳居天猫、京东、拼多多销量第一; VC 咀嚼片位居京东销量第一, 获得“京东金榜年度-金奖单品”; 金罐蛋白粉成为天猫抖音店内第一大单品; 褪黑素位列抖音平台热卖榜 top5。公司“康恩贝”品牌健康产品在相关线上细分领域已处于行业领先地位。



四、处方药板块保持增长态势

公司处方药板块是公司的重要业务板块，重点产品包括“至心研”麝香通心滴丸、“天保宁”银杏叶片、“金艾康”汉防己甲素片、“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片、“金康灵力”氢溴酸加兰他敏片等。2022年处方药业务实现营收20.41亿元，按可比口径同比增长8.07%；板块毛利率为78.42%，居公司各个板块最高。2023年前三季度处方药业务实现营收16.22亿元，同比增长5.71%。公司2022年获得黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片2个批件，是2022年浙江省唯一获批上市的创新中药；2023年12月，黄蜀葵花总黄酮口腔贴片顺利进入医保目录。此外，公司积极推动麝香通心滴丸、肠炎宁、汉防己甲素片等重点品种新版基本药物目录准入相关工作，并加快等级医院的开发和潜力医院上量，为拓宽增量市场打开通路。

图表21：公司处方药业务收入（亿元）2023年前三季度同比增长5.71%



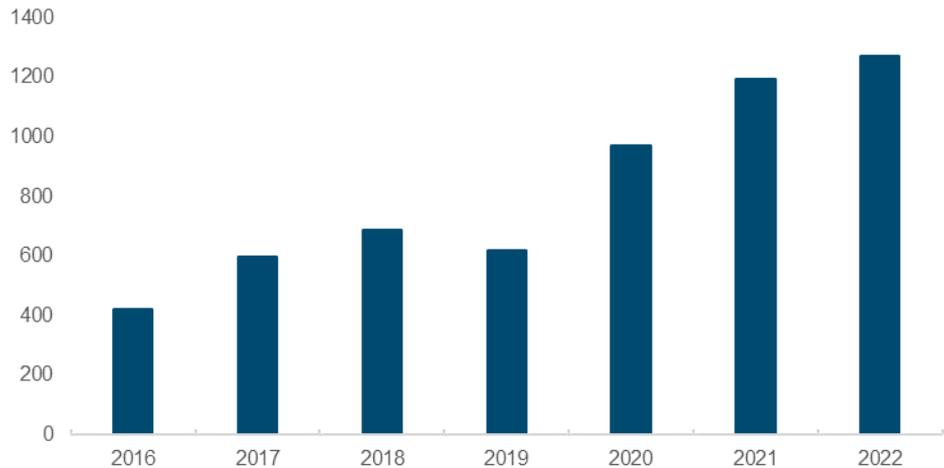
来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

4.1 麝香通心滴丸需求端持续扩容，公司积极推动其新版基药目录准入相关工作

“至心研”麝香通心滴丸是公司的独家中成药产品，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，同时是中药二级保护品种，主治冠心病稳定型劳累性心绞痛气虚血瘀证。该药是《慢性心力衰竭治未病干预指南》推荐用药，在第四届冠脉微血管疾病诊疗高峰论坛中被认为会成为冠脉微血管病变防治的破局关键。该产品累计发表的学术论文有160多篇（其中SCI文章21篇），2023年9月入选的《慢性心力衰竭治未病干预指南》为中华中医药学会发布，进一步证明麝香通心滴丸的学术化成果显著。



图表22: 麝香通心滴丸销售量(万盒)整体呈现增长态势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

《中国心血管健康与疾病报告 2022》显示,在我国城乡居民疾病死亡构成比中,心血管疾病占首位,2020年分别占农村、城市死因的48.00%和45.86%。由于肥胖率的提高和人口老龄化加速,我国心血管病发病率和死亡率仍在升高,我们认为麝香通心滴丸的需求端将持续扩大。

公司以数字化转型为引领,将该药品向专业学术化转型,推动至心研“康学苑”数字学术平台建设;同时重点开展麝香通心滴丸的新版基本药物目录准入相关工作,若入选则有望进一步拓展市场。

4.2 “金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片进入医保后快速放量

“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片是公司处方药核心产品,2020年调入国家医保目录。该药主治分泌大量浓稠痰液的慢性阻塞性肺病,慢性支气管炎、肺气肿等慢性呼吸系统感染。

调入国家医保目录后,“金康速力”加大县级医院的覆盖,销售收入增长明显,2021年销售收入同比增长27.40%,2022年销售收入同比增长超35%。2023年由于市场需求量增加以及二季度老慢支等慢性呼吸道病人在医院的恢复就诊,前三季度“金康速力”销售收入同比增长36%,推动了公司处方药的业绩增长。

4.3 “金康灵力”牌氢溴酸加兰他敏片用于阿尔茨海默症治疗,增长迅速

“金康灵力”牌氢溴酸加兰他敏片属植物来源的化学药,可通过血脑屏障增加大脑中的乙酰胆碱水平,从而改善轻度到中度阿尔茨海默病的症状。米内网数据显示,2022年阿尔茨海默症领域的药物市场份额约为16.4亿,主要治疗药品有加兰他敏、多奈哌齐、卡巴拉汀、石杉碱甲、甘露特钠,以及新上市的单抗类药物。“金康灵力”牌氢溴酸加兰他敏片2022年实现收入超3600万元,同比增长近90%,放量迅速;2023年1-9月该产品实现收入超4100万元,同比增长超60%。“金康灵力”牌氢溴酸加兰他敏片作为当前临床治疗阿尔茨海默病的一线药物,有望随着人口老龄化的进程加速实现持续较快增长。

4.4 黄蜀葵花总黄酮口腔贴片已成功通过谈判进入医保目录

黄蜀葵花总黄酮口腔贴片是公司具有自主知识产权的创新中药,功能主治为清心泄热,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。2022年,黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片取得2个生产批件,是当年浙江省唯一获批上市的创新中药。2023年12月13日,黄蜀葵花总黄酮口腔贴片通过国谈纳入国家医保目录。



按照米内网的统计，2022 年国内口腔溃疡药物市场（中药+化药）整体规模约达 17.3 亿元，属于细分治疗领域中规模较大的药品品类。黄蜀葵花总黄酮口腔贴片作为治疗口腔溃疡的中成药独家新药，截至 2023 年 11 月尚未有同类品种在国内上市；由于疗效确切、安全性好、剂型独特，有明确的循证医学证据，产品可以更好地满足医院的临床需求，具备成为该领域中中药大品种的潜力。

五、中药饮片板块实现高增速，国资背景有望加速产品进院速度

随着新版药典的实施和监管政策加强，中药饮片行业逐步走向规范化、标准化。根据中国中药协会数据，2021 年中药饮片营业收入首次跨过 2000 亿元大关，达到 2057 亿元，同比 2020 年的 1809 亿元，增长 13.7%。我们认为中药的社会认可度、渗透率逐步提高，中药饮片行业整体仍具备持续扩张的潜力。

公司于 2022 年 9 月收购浙江中医药大学中药饮片公司 66% 股权，浙江中医药大学中药饮片公司以中药饮片炮制生产、销售为主，兼中药炮制机理、炮制技术、炮制工艺的研究及炮制科技成果中试转化和新型中药饮片的开发，生产销售中药饮片品种达 800 余种，是浙江省内最大的产学研相结合的中药饮片生产加工企业之一。

公司混改后具备国资背景，在与各家中医院协调、加速自身中药饮片产品进院方面具备优势。我们看好在中药饮片板块，公司通过提升饮片质量、打造省内行业标杆，提升市场覆盖率和优化业务结构。2022 年公司中药饮片实现销售收入 5.36 亿，同比增长 22.46%，毛利率 15.63%，同比增加 3.57 个百分点。2023 前三季度中药饮片业务实现营收 5.40 亿元，同比增长 37.75%。

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

非处方药板块：我们看好肠炎宁、金笛等产品受益于品牌优势、细分领域用药规模持续增长。公司对肠炎宁、金笛等具有广泛知名度的传统 OTC 品牌产品，加快建设新零售体系，通过整合内外部优质资源，着力开拓新市场，例如加强与医药商业连锁的合作、不断扩大基层社区医疗和民营医院终端网络开发建设，进一步加强渠道端优势。我们预计公司非处方药板块 2023-2025 年实现收入 23.46 亿/25.33 亿/28.12 亿元，同比增速分别为 15%/8%/11%。毛利率方面预计保持平稳，未来三年毛利率分别为 76.1%、76.1%、76.1%。

健康消费品板块：公司健康消费品板块收入基数不高，近年增速均在 20% 以上。我们认为公司在这一板块已经形成了较好的沉淀，成功打造了以互联网平台为基础，以数字化为核心，运用高度社交化、数字化的营销模式，打造直接面向终端消费的新零售模式。我们预计随着未来几年国内消费力的复苏、老龄化程度提高以及国民健康意识的加强，公司健康消费品板块 2023-2025 年实现收入 5.78 亿/6.94 亿/8.19 亿元，同比增速分别为 21%/20%/18%。随着规模扩大，健康消费品板块毛利率有望稳中有升，未来三年毛利率分别为 50.0%、50.2%、50.4%。

处方药板块：公司积极推动“至心研”的基药目录准入工作，产品等级医院开发进度理想。黄蜀葵花总黄酮口腔贴片在 2023 年 12 月也成功通过国谈纳入《国家医保目录》，未来几年有望快速放量。“金艾康”汉防己甲素片全部适应症进入医保后增长也实现提速。我们预计公司处方药板块 2023-2025 年实现收入 21.43 亿/24.00 亿/26.40 亿元，同比增速分别为 5%/12%/10%。毛利率方面，规模效应下，我们预计板块未来三年毛利率稳中有升，分别为 78.3%、78.4%、78.5%。

中药饮片板块：公司于 2022 年 9 月收购浙江中医药大学中药饮片公司 66% 股权，当年并表收入 5.12 亿元。公司混改后具备国资背景，在与各家中医院协调、加速自身中药饮片



产品进院方面具备优势。2023 年前三季度，公司中药饮片业务实现营收 5.40 亿元，同比增长 37.75%，我们看好在中药饮片板块，公司通过提升饮片质量、打造省内行业标杆，提升市场覆盖率和优化业务结构，预计公司中药饮片板块 2023-2025 年实现收入 7.35 亿/9.92 亿/12.60 亿元，同比增速分别为 37%/35%/27%。毛利率方面，2023 年 H1 公司中药饮片毛利率为 18.70%，同比增长 1.94pct。根据 wind 中药材价格指数：综合 200，中药材价格在 23 年上半年持续上涨，23 年下半年有所回落，假设未来中药材价格稳中有降，叠加规模效应，公司中药饮片板块毛利率有望提升，我们预计板块未来三年毛利率 20.0%、21.0%、22.0%。

图表23：公司收入拆分及预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6150.9	6000.4	6735.0	7599.4	8559.8
yoy	4%	-2%	12.2%	12.8%	12.6%
毛利率	64.4%	59.3%	60.3%	59.7%	59.3%
非处方药	2065.7	2039.7	2345.7	2533.3	2812.0
yoy	-6.7%	-1.3%	15%	8%	11%
毛利率	75.8%	72.9%	76.1%	76.1%	76.1%
健康消费品	1106.7	478.0	578.4	694.1	819.1
yoy	22.9%	-56.8%	21%	20%	18%
毛利率	55.3%	50.1%	50.0%	50.2%	50.4%
处方药	2082.0	2041.0	2143.1	2400.2	2640.2
yoy	5.7%	-2.0%	5%	12%	10%
毛利率	79.9%	78.4%	78.3%	78.4%	78.5%
中药饮片		536.4	734.9	992.1	1259.9
yoy		22%	37%	35%	27%
毛利率		15.6%	20.0%	21.0%	22.0%
其他	860.5	850.3	872.5	916.2	962.0
yoy	11%	-1%	3%	5%	5%
毛利率	12.6%	14.3%	15.4%	15.4%	15.4%
其他产品	35.9	55.0	60.4	63.5	66.6
yoy	11%	1%	10.0%	5%	5%
毛利率	31.2%	47.1%	40.0%	40.0%	40.0%

来源：公司年报，国金证券研究所，注：其他产品毛利率为根据各领域产品毛利率推算

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 67.35 亿元、75.99 亿元、85.60 亿元，分别同比增长 12.2%、12.8%、12.6%；毛利率分别为 60.3%、59.7%、59.3%；归母净利润分别为 6.40 亿元、7.31 亿元、8.40 亿元，分别同比增长 79%、14%、15%。

费用率：预计公司销售费用率及管理费用率保持平稳。

图表24：费用率预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	39.1%	34.4%	34.5%	34.3%	34.0%
管理费用率	8.4%	8.7%	7.8%	8.0%	8.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

6.2 投资建议及估值

公司属业务范围广、混改取得一定成效的大型中药企业，因此我们选择类似属性的中药企业太极集团、华润三九、昆药集团作为可比公司。公司混改后提质增效、推进业务整合，盈利质量有望进一步提升，参考可比公司，给予公司 24 年 19xPE，对应目标价 5.40 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。


图表25：相对估值表

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
600129.SH	太极集团	32.37	-0.94	0.63	1.48	2.06	2.67	N/A	51	22	16	12
000999.SZ	华润三九	50.84	2.09	2.48	2.89	3.34	3.82	24	21	18	15	13
600422.SH	昆药集团	21.51	0.67	0.51	0.59	0.83	1.04	32	42	36	26	21
	平均数									25	19	15
600572.SH	康恩贝	4.90	0.78	0.14	0.25	0.28	0.33	6	35	20	17	15

来源：wind，国金证券研究所，注：收盘价为2024年4月3日收盘数据，可比公司预测数据为2024年4月3日收盘后wind一致预期，其中太极集团、华润三九、昆药集团2023年EPS为实际值

风险提示

一季度高基数风险：23年一季度医疗环境逐步恢复常态，居民身体恢复、保健等需求释放，公司自我保健产品业务实现营收11.15亿，同比增长52.33%。24年一季度可能面临同期高基数压力，业绩有所波动。

行业监管政策力度加强风险：医疗行业为强监管行业，随着行业快速发展、改革持续深化，国内针对药品生产与销售的监管规则不断出台，对药企的合规管理能力提出了更高的要求。未来行业监管力度加强有可能压缩医药企业的销售费用空间，对公司产品销售产生一定影响。

公司产品成本提高风险：公司中成药产品占比较高，假如供需不平衡等原因导致中药原材料持续涨价，公司将面临产品成本提高的风险。

产品销售不及预期风险：公司重点品种肠炎宁目前市占率较高，但仍然面临其他厂家的竞争，存在市占率下降、销售增速不及预期风险。公司在做各项准备工作推动麝香通心滴丸进入新版基药目录，但是也存在产品不能顺利调入基药目录导致产品销售不及预期的风险。

股权质押风险：公司董事长胡季强目前剩余被质押股份数量为5100万股，占其所持公司股份的38.18%。若后续其财务状况恶化，可能影响公司正常经营。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	5,909	6,151	6,000	6,735	7,599	8,560	货币资金	1,575	2,487	2,468	1,946	2,075	2,412	
增长率		4.1%	-2.4%	12.2%	12.8%	12.6%	应收款项	1,501	1,612	1,697	2,027	2,166	2,303	
主营业务成本	-2,042	-2,190	-2,442	-2,675	-3,065	-3,481	存货	961	923	1,128	1,329	1,399	1,496	
%销售收入	34.6%	35.6%	40.7%	39.7%	40.3%	40.7%	其他流动资产	100	89	103	117	129	137	
毛利	3,867	3,961	3,558	4,060	4,534	5,079	流动资产	4,138	5,111	5,395	5,420	5,769	6,347	
%销售收入	65.4%	64.4%	59.3%	60.3%	59.7%	59.3%	%总资产	44.6%	47.4%	49.4%	49.0%	50.3%	52.4%	
营业税金及附加	-82	-78	-75	-67	-76	-86	长期投资	1,435	1,879	1,633	1,773	1,773	1,773	
%销售收入	1.4%	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	3,035	3,192	3,212	3,241	3,284	3,335	
销售费用	-2,469	-2,407	-2,062	-2,324	-2,607	-2,910	%总资产	32.7%	29.6%	29.4%	29.3%	28.7%	27.5%	
%销售收入	41.8%	39.1%	34.4%	34.5%	34.3%	34.0%	无形资产	602	557	616	623	630	643	
管理费用	-498	-517	-520	-525	-608	-685	非流动资产	5,141	5,682	5,534	5,643	5,693	5,757	
%销售收入	8.4%	8.4%	8.7%	7.8%	8.0%	8.0%	%总资产	55.4%	52.6%	50.6%	51.0%	49.7%	47.6%	
研发费用	-185	-197	-196	-222	-304	-342	资产总计	9,279	10,793	10,930	11,063	11,463	12,104	
%销售收入	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%	4.0%	4.0%	短期借款	1,858	1,475	863	758	703	615	
息税前利润 (EBIT)	632	762	706	921	940	1,055	应付款项	1,093	1,192	1,478	1,966	2,031	2,268	
%销售收入	10.7%	12.4%	11.8%	13.7%	12.4%	12.3%	其他流动负债	302	273	448	288	341	384	
财务费用	-109	-59	14	24	19	29	流动负债	3,253	2,940	2,789	3,012	3,075	3,267	
%销售收入	1.8%	1.0%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	长期贷款	503	10	330	304	304	304	
资产减值损失	-196	-286	-69	-27	-1	-2	其他长期负债	174	452	487	146	146	146	
公允价值变动收益	71	-637	-198	-83	0	0	负债	3,929	3,401	3,606	3,462	3,525	3,717	
投资收益	281	2,595	34	30	31	30	普通股股东权益	5,026	7,061	6,914	7,077	7,295	7,620	
%税前利润	36.7%	103.4%	5.7%	3.4%	3.1%	2.6%	其中：股本	2,667	2,570	2,570	2,570	2,570	2,570	
营业利润	784	2,518	602	881	1,009	1,132	未分配利润	1,841	3,850	3,580	3,706	3,924	4,249	
营业利润率	13.3%	40.9%	10.0%	13.1%	13.3%	13.2%	少数股东权益	323	331	410	523	643	766	
营业外收支	-18	-7	-12	-10	-7	0	负债股东权益合计	9,279	10,793	10,930	11,063	11,463	12,104	
税前利润	766	2,511	590	871	1,001	1,132	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	13.0%	40.8%	9.8%	12.9%	13.2%	13.2%	每股指标							
所得税	-216	-391	-130	-118	-150	-170	每股收益	0.170	0.782	0.139	0.249	0.284	0.327	
所得税率	28.3%	15.6%	22.0%	13.5%	15.0%	15.0%	每股净资产	1.884	2.747	2.690	2.754	2.838	2.965	
净利润	549	2,120	460	753	851	963	每股经营现金净流	0.469	0.346	0.450	0.255	0.424	0.535	
少数股东损益	96	110	102	113	120	123	每股股利	0.000	0.160	0.150	0.200	0.200	0.200	
归属于母公司的净利润	453	2,009	358	640	731	840	回报率							
净利率	7.7%	32.7%	6.0%	9.5%	9.6%	9.8%	净资产收益率	9.02%	28.46%	5.18%	9.04%	10.02%	11.02%	
							总资产收益率	4.89%	18.62%	3.28%	5.78%	6.38%	6.94%	
							投入资本收益率	5.83%	7.01%	6.23%	9.20%	8.93%	9.64%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-12.70%	4.09%	-2.45%	12.24%	12.83%	12.64%	
							EBIT增长率	-32.34%	20.52%	-7.33%	30.42%	1.99%	12.34%	
							净利润增长率	-231.15%	343.24%	-82.18%	78.72%	14.25%	14.82%	
							总资产增长率	-5.90%	16.32%	1.27%	1.22%	3.61%	5.59%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	63.1	49.6	53.7	80.0	75.0	70.0	
							存货周转天数	199.7	157.1	153.3	185.0	170.0	160.0	
							应付账款周转天数	61.2	53.0	68.9	90.0	88.0	85.0	
							固定资产周转天数	150.5	126.1	155.1	140.9	129.3	119.1	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	14.66%	-13.56%	-17.41%	-11.63%	-13.46%	-17.79%	
							EBIT利息保障倍数	5.8	12.8	-49.5	-37.8	-48.2	-36.4	
							资产负债率	42.35%	31.51%	32.99%	31.30%	30.75%	30.71%	

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	7
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究