

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

康恩贝(600572)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 2023 年业绩稳中有进, “一体两翼” 蓄势再突破

2024 年 04 月 22 日

**事件:** 公司发布 2023 年年报, 公司 2023 年实现营业收入 67.33 亿元 (yoy+12%), 扣非归母净利润 5.54 亿元 (yoy+15%), 归母净利润 5.92 亿元 (yoy+65%)。其中, 2023Q4 单季度实现营业收入 15.49 亿元 (yoy+2%), 扣非归母净利润 0.43 亿元 (yoy+8%), 归母净利润-0.32 亿元 (2022 年同期为盈利)。

**点评:**

- **非经常性损益因素致 23Q4 归母净利润短期承压, 2024 年有望蓄势再突破。** ①2023 年公司经营表现稳中有进, 营收增速达 12%, 而扣非归母净利润增速达 15%。归母净利润增速高于扣非归母净利润增速一方面系因为公司参股的嘉和生物 (6998.HK) 2023 年确认的公允价值变动损失较 2022 年有所缩减 (2022 年该值为 1.98 亿元, 2023 年为 0.75 亿元), 另一方面系公司转让珍视明 7.84% 股权确认股权处置净利润约 0.87 亿元。②2023Q4 公司归母净利润为-0.32 亿元, 而扣非归母净利润为 0.43 亿元, 归母净利润出现亏损主要系公允价值变动损失, 2023Q4 公司确认公允价值变动损失为 0.52 亿元 (主要系嘉和生物和上海可得)。我们认为, 公司以“三大工程”为抓手, 聚焦战略专注价值, 有助于公司 2024 年轻装再出发、蓄势再突破。
- **以全品类中药产品为主体, 深化大品牌大品种工程布局。** ①2023 年全品类中药业务创收 36.25 亿元 (yoy+17%), 其中中药 OTC 及处方药创收 27.17 亿 (yoy+13%), 中药材及饮片创收 8.51 亿 (yoy+27%), 中药保健品及提取物创收 0.57 亿元 (yoy+33%)。②在中药 OTC 及处方药方面, 2023 年“康恩贝”牌肠炎宁系列产品市场份额继续稳居品类第一, 2023 年销售收入近 13 亿元 (同比增长约 30%)。同时, 公司重点开展麝香通心滴丸、汉防己甲素片等品种新版基本药物目录准入相关工作。此外, 公司持续推进中药创新药布局, 2023 年公司创新中药黄蜀葵花总黄酮口腔贴片被纳入医保目录, 且中药 2.1 类改良型新药清咽喉含片注册申请获得受理。③在中药材及饮片方面, 公司持续深耕浙江市场, 2023 年增速达 27%。我们认为, 后续公司有望借助其在浙江省的渠道优势持续深耕, 中药材及饮片业务有望持续维持较高增速。
- **以特色化学药和特色健康消费品为两翼, 打造公司第二成长曲线。** ①2023 年特色化学药业务创收 23.91 亿元 (yoy+3%), 其中化学药制剂实现营收 17.67 亿元 (yoy+3%), 原料药和兽药制剂实现营收 6.24 亿元 (yoy+3%)。从重点品种上看, “金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片销售收入同比增长 16%, 而“金康灵力”牌氢溴酸加兰他敏片 (用于治疗轻度到中度阿尔茨海默型痴呆症状) 销售收入同比增长 55%。②2023 年特色健康消费品业务实现营收 5.80 亿元 (yoy+21%), 其中“康恩贝”牌健康食品实现销售收入 5.7 亿元, 同比增长 23%。我们认为, 随着公司特色化药重点品种的发力, 叠加特色健康消费的销售渗透及生产转

型，未来特色化学药和特色健康消费品有望为公司创造第二成长曲线。

- **盈利预测:**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 75.08 亿元、84.63 亿元、95.52 亿元，同比增速分别为 12%、13%、13%，归母净利润为 6.75 亿元、7.82 亿元、9 亿元，同比分别增长 14%、16%、15%，对应 2024/4/19 股价的 PE 分别为 19 倍、17 倍、14 倍。
- **风险因素:**终端零售市场竞争加剧，饮片市场扩张不及预期，产品销售不及预期，公允价值变动损失超预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6,000	6,733	7,508	8,463	9,552
增长率 YoY %	-8.6%	12.2%	11.5%	12.7%	12.9%
归属母公司净利润 (百万元)	358	592	675	782	900
增长率 YoY%	-82.2%	65.2%	14.1%	15.9%	15.0%
毛利率%	59.3%	58.5%	58.7%	59.0%	59.3%
净资产收益率ROE%	5.2%	8.4%	8.9%	9.3%	9.7%
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.23	0.26	0.30	0.35
市盈率 P/E(倍)	36.17	21.90	19.20	16.56	14.40
市净率 P/B(倍)	1.87	1.84	1.70	1.55	1.40

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	5,395	5,775	6,601	7,853	9,228	
货币资金	2,468	2,570	3,086	3,953	4,885	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	953	1,109	1,230	1,385	1,563	
预付账款	70	41	46	52	58	
存货	1,128	1,333	1,408	1,528	1,671	
其他	776	723	832	934	1,051	
<b>非流动资产</b>	5,536	5,463	5,432	5,367	5,311	
长期股权投资	1,416	1,522	1,572	1,622	1,672	
固定资产	2,550	2,807	2,644	2,747	2,559	
无形资产	391	355	315	275	235	
其他	1,179	779	901	723	845	
<b>资产总计</b>	10,931	11,238	12,033	13,220	14,540	
<b>流动负债</b>	2,789	3,173	3,306	3,504	3,790	
短期借款	718	648	548	448	398	
应付票据	35	119	129	145	162	
应付账款	594	700	774	867	972	
其他	1,442	1,705	1,854	2,044	2,257	
<b>非流动负债</b>	818	716	727	828	839	
长期借款	330	305	315	415	425	
其他	488	411	412	413	414	
<b>负债合计</b>	3,607	3,889	4,033	4,332	4,629	
少数股东权益	410	309	401	507	630	
归属母公司	6,914	7,041	7,599	8,381	9,281	
<b>负债和股东权益</b>	10,931	11,238	12,033	13,220	14,540	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	6,000	6,733	7,508	8,463	9,552	
同比	-8.6%	12.2%	11.5%	12.7%	12.9%	
归属母公司净利润	358	592	675	782	900	
同比	-82.2%	65.2%	14.1%	15.9%	15.0%	
毛利率(%)	59.3%	58.5%	58.7%	59.0%	59.3%	
ROE%	5.2%	8.4%	8.9%	9.3%	9.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.23	0.26	0.30	0.35	
P/E	36.17	21.90	19.20	16.56	14.40	
P/B	1.87	1.84	1.70	1.55	1.40	
EV/EBITDA	10.42	10.06	9.27	7.40	6.01	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	6,000	6,733	7,508	8,463	9,552	
营业成本	2,442	2,796	3,098	3,469	3,888	
营业税金及	75	85	94	106	119	
销售费用	2,062	2,287	2,583	2,894	3,257	
管理费用	520	546	608	677	759	
研发费用	196	298	338	385	439	
财务费用	-14	-19	-17	-17	-17	
减值损失合	-69	-58	-60	-60	-60	
投资净收益	34	82	38	38	38	
其他	-83	23	135	135	135	
<b>营业利润</b>	602	788	918	1,062	1,219	
营业外收支	-12	-21	-16	-16	-16	
<b>利润总额</b>	590	768	902	1,046	1,203	
所得税	130	93	135	157	180	
<b>净利润</b>	460	675	767	889	1,022	
少数股东损	102	83	92	107	123	
<b>归属母公司</b>	358	592	675	782	900	
EBITDA	1,045	1,137	1,167	1,344	1,493	
EPS(当	0.14	0.23	0.26	0.30	0.35	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	1,155	899	957	1,103	1,207	
净利润	460	675	767	889	1,022	
折旧摊销	287	333	282	316	307	
财务费用	35	32	38	38	38	
投资损失	-36	-85	-38	-38	-38	
营运资金变	188	-131	-133	-143	-164	
其它	222	75	41	41	41	
<b>投资活动现金流</b>	-211	-289	-198	-198	-198	
资本支出	-128	-113	-163	-163	-163	
长期投资	-168	-155	-80	-80	-80	
其他	84	-22	45	45	45	
<b>筹资活动现金流</b>	-925	-719	-247	-37	-77	
吸收投资	2	0	-120	0	0	
借款	1,760	1,755	-90	0	-40	
支付利息或	-552	-462	-38	-38	-38	
<b>现金流净增加额</b>	29	-107	516	868	932	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**王桥天**，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**吴欣**，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**赵晓翔**，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

**曹佳琳**，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。