


2024年04月21日  
 康恩贝 (600572.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

中成药

投资评级

**买入-A**  
**首次评级**

6个月目标价

7.00元

股价 (2024-04-19)

5.04元

交易数据

总市值(百万元) 12,952.99

流通市值(百万元) 12,919.01

总股本(百万股) 2,570.04

流通股本(百万股) 2,563.30

12个月价格区间 4.32/7.36元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.6	2.2	-10.4
绝对收益	0.6	10.5	-24.6

**马帅** 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

**贺鑫** 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

相关报告

# 坚持“大品种大品牌”战略，提质增效重回报

**事件:**

2024年4月19日，公司发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入67.33亿元，同比增长12.21%，实现归母净利润5.92亿元，同比增长65.19%，实现扣非净利润5.54亿元，同比增长14.60%。

**业绩符合预期，根据发展战略调整业务分类标准。**

参考2024年1月公告的业绩预告，公司预计2023年实现营业收入约为67.35亿元，预计实现归母净利润5.91-6.80亿元，预计实现扣非净利润5.38-6.04亿元，最终营业收入规模基本相当，净利润水平落在预告区间内，基本符合市场预期。根据发展战略，2023年公司重新调整业务分类标准，形成以全品类中药产品为主体，以特色化学药品、特色健康消费品为两翼的“一体两翼”产品业务定位。

(1) 全品种中药业务：2023年公司全品类中药业务实现营业收入36.25亿元，同比增长16.60%；其中，中成药（中药OTC+中药处方药）实现营业收入27.17亿元，同比增长13.45%；中药材与中药饮片实现营业收入8.51亿元，同比增长26.79%；中药保健品及中药提取物业务实现营业收入0.57亿元，同比增长32.94%。

(2) 特色化学药业务：2023年公司特色化学药业务实现营业收入23.91亿元，同比增长2.98%；其中，化学药制剂实现营业收入17.67亿元，同比增长2.92%；原料药和兽药制剂实现营业收入6.24亿元，同比增长3.18%。

(3) 特色健康消费品业务：2023年公司特色健康消费品业务实现营业收入5.80亿元，同比增长21.28%。

我们认为，2020年公司实控人变更为浙江省国资委以来，上市公司被定位为“浙江省中药健康产业主平台”，本次业务分类标准重新调整后，战略聚焦更加清晰，更加符合公司未来的发展方向。

**坚持“大品种大品牌”战略，核心品种肠炎宁系列增长亮眼。**

公司坚持“大品牌大品种”战略，2023年销售过亿元品种系列共17个，同比2022年增加2个，销售1亿元以上规模产品合计实现销售收入46.19亿元，同比增长12.93%，占公司总营收比重为68.6%，同比2022年提高0.44pct。全品类中药板块，公司核心产品“康恩贝”牌肠炎宁系列产品作为国内零售肠道用药市场排名第一的龙头产品，

2023年销售收入近13亿元，同比增长28%；特色化学药板块，公司核心产品“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片销售收入同比增长16%，重点培育产品“金康灵力”牌氢溴酸加兰他敏片销售收入同比增长55%；特色健康消费品板块，“康恩贝”牌健康食品实现销售收入5.7亿元，同比增长23%。根据2024年发展规划，公司将继续夯实康恩贝肠炎宁系列10亿级销售规模，同时力争2个品牌系列产品实现销售5-10亿级、5-6个产品实现销售2-5亿级。我们认为，公司具备较强的大单品打造能力，“大品种大品牌”战略的贯彻落实，是公司实现平稳增长和良好盈利的基石。

### 目 提质增效重回报，打出“增持+回购+分红”组合拳。

近年来公司坚持聚焦主业，不断提质增效，一方面收购核心子公司少数股东权益，推进控股子公司全资化，另一方面实施“瘦身强体”行动，逐步剥离处置低效无效资产。2023年公司完成对健康科技公司等4家下属子公司少数股权收购工作，完成对2家子公司低效土地房产处置，盘活资金6,500余万元。公司响应国家号召，通过各种形式加强对于股东的回报，打出“增持+回购+分红”组合拳：

(1) 增持：2024年1月31日，公司发布《关于控股股东增持公司股份计划的公告》，控股股东“省中医药健康产业集团”计划通过集中竞价增持上市公司2-4%的股份，截至2024年3月22日，增持比例已经达到下限2%。

(2) 回购：2024年1月27日，公司发布《关于以集中竞价交易方式回购股份的回购报告书》，计划以自有资金2-4亿元回购上市公司股份，用于实施股权激励，截至2024年3月29日，公司累计回购股份数量达到2,571万股，占公司总股本的1%，使用资金总额达到1.2亿元。

(3) 分红：2024年2月7日，董事长提议2023年度向全体股东每10股派发现金红利2.00元（含税），根据《关于2023年度利润分配预案的公告》，预计派发现金红利5.04亿元（含税），分红比例达到2023年归母净利润的85.27%，以2024年4月20日收盘价为参照，股息率达到3.97%。

### 目 投资建议：

结合公司发展规划，我们假设2024年-2026年公司全品种中药收入增速分别为15%、15%、15%，特色化学药收入增速分别为6%、6%、6%，特色健康消费品收入增速分别为20%、20%、20%。我们预计公司2024年-2026年的营业收入分别为75.50亿元、84.81亿元、95.45亿元，归母净利润分别为7.32亿元、8.54亿元、9.92亿元。考虑到公司发展战略清晰，重视股东回报，参考华润三九、江中药业等可比公司估值，给予公司2024年25倍PE估值，对应6个月目标价7.00元，给予买入-A的投资评级。

目 风险提示：中药材价格波动的风险，外延并购不及预期的风险，中成药&化药集采降价的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	6,000.4	6,732.8	7,549.7	8,481.4	9,545.4
净利润	358.1	591.6	732.3	854.0	991.7
每股收益(元)	0.14	0.23	0.28	0.33	0.39
每股净资产(元)	2.69	2.74	2.80	2.86	2.94

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	36.2	21.9	17.7	15.2	13.1
市净率(倍)	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7
净利润率	6.0%	8.8%	9.7%	10.1%	10.4%
净资产收益率	5.2%	8.4%	10.2%	11.6%	13.1%
股息收益率	3.0%	0.0%	4.5%	5.3%	6.1%
ROIC	7.8%	11.8%	15.1%	17.7%	20.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,000.4	6,732.8	7,549.7	8,481.4	9,545.4	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	2,442.4	2,795.6	3,139.9	3,530.8	3,977.6	营业收入增长率	-2.4%	12.2%	12.1%	12.3%	12.5%
营业税费	74.5	85.0	94.4	106.0	119.3	营业利润增长率	-76.1%	30.8%	21.7%	16.6%	16.0%
销售费用	2,061.6	2,286.5	2,529.2	2,815.8	3,150.0	净利润增长率	-82.2%	65.2%	23.8%	16.6%	16.1%
管理费用	519.9	545.8	588.9	636.1	687.3	EBITDA 增长率	-73.0%	18.4%	21.5%	14.2%	13.5%
研发费用	195.7	298.1	339.7	381.7	429.5	EBIT 增长率	-79.7%	19.1%	28.8%	16.3%	15.6%
财务费用	-14.3	-18.7	-21.3	-27.2	-35.4	NOPLAT 增长率	-78.9%	47.5%	22.0%	16.3%	15.6%
资产/信用减值损失	-69.3	-58.7	-50.0	-50.0	-50.0	投资资本增长率	-2.8%	-4.3%	-0.7%	-1.5%	-1.3%
加: 公允价值变动收益	-198.2	-134.9	-	-	-	净资产增长率	-0.9%	0.3%	3.4%	3.8%	4.2%
投资和汇兑收益	33.8	82.3	30.0	30.0	30.0						
营业利润	602.5	788.3	959.0	1,118.2	1,297.1	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-12.5	-20.6	-13.4	-15.5	-16.5	毛利率	59.3%	58.5%	58.4%	58.4%	58.3%
利润总额	590.0	767.7	945.6	1,102.8	1,280.6	营业利润率	10.0%	11.7%	12.7%	13.2%	13.6%
减: 所得税	129.9	93.0	113.5	132.3	153.7	净利润率	6.0%	8.8%	9.7%	10.1%	10.4%
净利润	358.1	591.6	732.3	854.0	991.7	EBITDA/营业收入	14.7%	15.5%	16.8%	17.1%	17.3%
						EBIT/营业收入	10.2%	10.8%	12.4%	12.9%	13.2%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资本周转天数	140	143	133	116	99
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动资本周转天数	65	47	39	38	37
货币资金	2,468.0	2,570.0	3,019.9	3,392.6	3,818.2	流动资产周转天数	315	299	294	293	290
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	57	58	58	58	58
应收账款	1,012.7	1,146.9	1,285.8	1,447.2	1,628.6	存货周转天数	62	66	68	68	68
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	652	593	551	515	481
预付账款	69.8	40.9	46.4	51.7	58.8	投资资本周转天数	348	299	260	229	201
存货	1,127.9	1,333.0	1,510.4	1,687.0	1,915.0						
其他流动资产	717.0	684.5	684.5	684.5	684.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.2%	8.4%	10.2%	11.6%	13.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	6.0%	7.0%	7.8%	8.6%
长期股权投资	1,416.0	1,521.7	1,521.7	1,521.7	1,521.7	ROIC	7.8%	11.8%	15.1%	17.7%	20.8%
投资性房地产	4.0	3.6	3.6	3.6	3.6	<b>费用率</b>					
固定资产	2,550.2	2,806.7	2,772.5	2,689.7	2,566.4	销售费用率	34.4%	34.0%	33.5%	33.2%	33.0%
在建工程	661.8	237.9	166.6	116.6	81.6	管理费用率	8.7%	8.1%	7.8%	7.5%	7.2%
无形资产	390.8	369.8	342.2	314.6	287.0	研发费用率	3.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	511.8	523.1	515.2	507.4	499.6	财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
资产总额	10,930.0	11,238.2	11,868.7	12,416.6	13,065.0	四费/营业收入	46.0%	46.2%	45.5%	44.9%	44.3%
短期债务	717.7	648.2	1,109.0	1,103.9	1,119.8	<b>偿债能力</b>					
应付账款	1,424.3	1,750.7	1,964.8	2,213.3	2,493.5	资产负债率	33.0%	34.6%	36.0%	36.5%	37.1%
应付票据	35.5	119.3	133.6	150.8	169.6	负债权益比	49.2%	52.9%	56.3%	57.5%	59.0%
其他流动负债	611.6	654.3	654.3	654.3	654.3	流动比率	1.93	1.82	1.70	1.76	1.83
长期借款	330.3	305.0	-	-	-	速动比率	1.53	1.40	1.30	1.35	1.40
其他非流动负债	486.5	411.0	411.0	411.0	411.0	利息保障倍数	-42.81	-38.98	-44.01	-40.08	-35.61
负债总额	3,605.9	3,888.6	4,272.8	4,533.4	4,848.3	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	410.2	308.6	408.4	524.9	660.1	DPS(元)	0.15	-	0.23	0.27	0.31
股本	2,570.0	2,570.0	2,570.0	2,570.0	2,570.0	分红比率	107.7%	0.0%	80.0%	80.0%	80.0%
留存收益	4,343.7	4,471.0	4,617.5	4,788.3	4,986.6	股息收益率	3.0%	0.0%	4.5%	5.3%	6.1%
股东权益	7,324.0	7,349.6	7,596.0	7,883.2	8,216.8						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	460.1	674.7	732.3	854.0	991.7
						加: 折旧和摊销	282.3	327.4	333.4	360.5	385.9
						资产减值准备	69.3	58.7	-	-	-
						公允价值变动损失	198.2	134.9	-	-	-
						财务费用	34.7	32.4	-21.3	-27.2	-35.4
						投资收益	-36.1	-84.7	-30.0	-30.0	-30.0
						少数股东损益	102.0	83.2	99.9	116.5	135.2
						营运资金的变动	629.0	-112.9	-85.6	-69.9	-109.8
						经营活动产生现金流量	1,155.5	898.6	1,028.6	1,203.8	1,337.7
						投资活动产生现金流量	-211.1	-289.1	-170.0	-170.0	-170.0
						融资活动产生现金流量	-924.7	-719.1	-408.7	-661.1	-742.1
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.14	0.23	0.28	0.33	0.39
						BVPS(元)	2.69	2.74	2.80	2.86	2.94
						PE(X)	36.2	21.9	17.7	15.2	13.1
						PB(X)	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7
						P/FCF	56.4	19.1	14.0	13.9	12.0
						P/S	2.2	1.9	1.7	1.5	1.4
						EV/EBITDA	12.4	10.9	8.8	7.5	6.5
						CAGR(%)	28.2%	18.6%	-26.8%	28.2%	18.6%
						PEG	1.3	1.2	-0.7	0.5	0.7
						ROIC/WACC	0.7	1.1	1.4	1.7	2.0
						REP	2.6	1.9	1.4	1.2	1.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。



## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034