

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

公司基本情况

最新收盘价(港元)	6.98
总股本/流通股本(亿股)	8.18/8.18
总市值/流通市值(亿港元)	57/57
52周内最高/最低价	7.16 / 4.31
资产负债率(%)	28.85%
市盈率	5.82
第一大股东	中成发展有限公司

研究所

分析师:蔡明子  
SAC 登记编号:S1340523110001  
Email:caimingzi@cnpsec.com  
分析师:古意涵  
SAC 登记编号:S1340523110003  
Email:guyihan@cnpsec.com

康臣药业 (1681.HK)

高分红、业绩提速可期，被低估的肾科中成药龙头

● 投资要点：业绩稳健向上，高分红，现金充足

康臣药业集团打造“1+6”产品格局，以肾科为旗舰，并推影像、妇儿、骨伤、皮肤、肝胆、消化系列品种。公司核心大单品为尿毒清颗粒，为肾科口服中成药龙头产品，增长稳健，公司加大推广潜力产品益肾化湿颗粒，加速肾科收入增长；妇儿右旋糖酐铁口服液为第二大单品，通过改大规格促进收入加速增长，且2023年底迎来医保解限，后续有望保持快速增长；影像大单品钆喷酸葡胺保持稳健增长，2024-2026年预计持续有新品获批上市，提供增长动力；玉林制药在2019-2020年的短期承压后经过改革在2021-2023年恢复较好增长，后续预计维持向上增长态势。基于此，公司整体业绩稳健向上。同时，公司常年保持高分红，现金充足（2023年底现金余额35.8亿元）。

● 经营业绩稳健向上

**肾科方面：**2022年尿毒清颗粒被广东联盟纳入集采，降幅温和，2023年在集采省份大都实现了销售金额正增长，收入增速达到10.2%，且集采降价对品种盈利能力的影响并不大，后续随着未覆盖医院的进一步开发和产能提升，我们认为尿毒清颗粒仍能保持10%左右的稳健增长。公司加大推广益肾化湿颗粒，其在早期积累较多临床证据，2024年计划启动循证医学研究，2021-2023年收入增速达到25%以上，后续有望保持快速增长。

**妇儿方面：**右旋糖酐铁口服液在2022年通过改大规格，更加契合临床指南推荐剂量，实现20%+增长，2023年底新版医保目录取消了“限儿童缺铁性贫血”的医保报销限制，为后续增长再添动力。

**影像方面：**钆喷酸葡胺市场地位稳固，收入保持稳健增长，2023年由于碘帕醇未参与集采导致收入短期承压，但2024年将无集采前高基数影响，且碘克沙醇、碘普罗胺注射液皆有望最快在2024年上市，2个MRI造影剂预计最快2025年上市，为业务增长提供新动力。

**玉林制药：**2019年遇到非处方药市场环境发生变化及竞争加剧，导致收入同比下降约48.1%，后续集团经过整顿和调整，渠道、终端和价格秩序逐步恢复，2021-2023年收入保持10%+增速，连续三年实现了恢复性盈利，保持稳健向上增长态势。

● 公司保持每年高分红，现金充足

公司自2014年起每年进行现金分红，股利支付率保持在30%，2023年更是达到42.68%，股息率达到9.43%。公司经营现金流净额稳健，拥有充足现金，截至2023年底现金余额达到35.8亿元人民币。

● 盈利预测

我们预计2024-2026年公司收入分别为29.01/32.72/36.94亿元，归母净利润分别为8.93/10.22/11.70亿元，对应EPS分别为

1.09/1.25/1.43 元/股，当前最新收盘价对应 PE 分别为 5.82/5.09/4.44 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**新品推广不及预期；集采下量增不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2590.11	2900.59	3271.63	3694.02
增长率(%)	10.71%	11.99%	12.79%	12.91%
归属母公司净利润（百万元）	784.53	892.61	1021.67	1169.73
增长率(%)	14.88%	13.78%	14.46%	14.49%
EPS(元/股)	0.96	1.09	1.25	1.43
市盈率(P/E)	6.63	5.82	5.09	4.44
市净率(P/B)	1.43	1.27	1.11	0.97

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 以肾科为帆多专科综合布局，营收利润实现平稳增长.....	5
1.1 “1+6”产品综合布局，全力打造肾科旗舰、多专科领先的一流医药企业 .....	5
1.2 公司上市后股权保持稳定，创始人团队产业经验丰富.....	6
1.3 财务情况：康臣分部业绩保持平稳增长，玉林制药 2018~2020 年业绩承压后已逐步恢复 .....	7
2 产品：肾科龙头地位稳固，妇儿快速增长，影像、玉林稳健向上.....	8
2.1 产品概览：打造肾科为核心的“1+6”多专科产品格局.....	8
2.2 肾科：尿毒清颗粒保持肾科口服中成药龙头地位，益肾化湿颗粒拓展空间大 .....	9
2.3 妇儿：右旋糖酐铁口服液转换规格后开发医院加速，2023 年医保限制取消后有望保持快速增长 ...	13
2.4 影像：钆喷酸葡胺市场地位稳固，碘帕醇未参与集采导致收入承压，后续新品上市后将提供增长动力 .....	15
2.5 研发：公司储备较多肾科、影像新品，提供后续增长动力.....	16
3 公司亮点：高分红+现金充足+业绩稳健向上 .....	16
4 盈利预测.....	18
5 风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1: 公司全力打造“1+6”产品格局, 以肾科为旗舰, 拥有丰富产品组合并加大研发投入 .....	5
图表 2: 公司上市以来股权结构保持稳定 .....	6
图表 3: 创始人团队产业经验丰富 .....	6
图表 4: 公司近十年营收整体实现平稳增长 .....	7
图表 5: 公司近十年扣非归母净利润整体实现平稳增长 .....	7
图表 6: 康臣药业分部营收较为稳健 .....	8
图表 7: 2018-2020 年玉林制药分部收入短期承压, 2021-2023 年恢复 .....	8
图表 8: 2021-2023 年玉林制药毛利逐年增长 .....	8
图表 9: 2021 年起玉林制药预收货款大于应收货款, 经营性现金流持续回升 .....	8
图表 10: 公司拥有以肾科为旗舰的“1+6”产品格局 .....	9
图表 11: 2023 年肾科产品收入占比达到 67% .....	9
图表 12: 尿毒清颗粒收入常年保持较快增长 (单位: 亿元) .....	9
图表 13: 多中心随机双盲安慰剂对照研究证明尿毒清颗粒能够有效减缓血肌酐上升速度, 减缓 eGFR 下降速度 .....	10
图表 14: 系统生物学研究结果表明尿毒清颗粒通过多途径、多靶点延缓慢性肾脏病进展 .....	11
图表 15: 尿毒清颗粒为中成药治疗优势病种 (CKD) 临床应用指南唯一“强推荐”级中成药 .....	11
图表 16: 益肾化湿颗粒上市以来收入保持快速增长 (单位: 亿元) .....	12
图表 17: 《专家共识》推荐益肾化湿用于慢性肾小球肾炎、糖尿病肾病等多种肾脏疾病 .....	12
图表 18: 益肾化湿颗粒获多部指南、共识、教材推荐 .....	13
图表 19: 右旋糖酐口服液较硫酸亚铁治疗有效性更高 .....	14
图表 20: 公司妇儿收入 2021-2023 年增长加速 .....	15
图表 21: 影像收入整体增长稳健, 2023 年由于碘帕醇未参与集采导致收入略有下滑 .....	15
图表 22: 公司储备较多肾科、影像新品 .....	16
图表 23: 公司自 2014 年保持每年分红, 2023 年股利支付率高达 42.68% .....	17
图表 24: 公司拥有充足现金 (单位: 百万元) .....	17

# 1 以肾科为帆多专科综合布局，营收利润实现平稳增长

## 1.1 “1+6”产品综合布局，全力打造肾科旗舰、多专科领先的一流医药企业

康臣药业集团 (01681.HK) 是一家集研发、生产、营销为一体的现代化制药企业，创立于1997年，于2013年在香港上市，旗下拥有广州康臣药业有限公司、康臣药业（内蒙古）有限责任公司、康臣药业（霍尔果斯）有限公司、广西玉林制药集团有限责任公司等下属企业，运营康臣、玉林等知名品牌，业务遍及30多个国家和地区。2023年，康臣药业集团位列“2022年度中药企业TOP100排行榜”第22位，品牌价值达112.36亿元。

康臣药业集团全力打造“1+6”产品格局，以肾科为旗舰，并推影像、妇儿、骨伤、皮肤、肝胆、消化系列品种，拥有丰富的产品组合并持续开展新技术创新、新产品研发；现有138个品种，包括62个中药品种，76个西药品种；其中33个品种进入国家基本药物目录，67个品种进入国家医保目录。目前，康臣药业集团拥有一家由企业投资建立的“肾病药物研究中心”，一个“博士后科研工作站”、一个省级“工程技术研究中心”、一个省级“技术创新中心”、一个省级“企业研究开发中心”、两个省级“企业技术中心”，并与香港浸会大学、澳门科技大学、南方医科大学等著名高校开展深度的产学研合作。

图表1：公司全力打造“1+6”产品格局，以肾科为旗舰，拥有丰富产品组合并加大研发投入

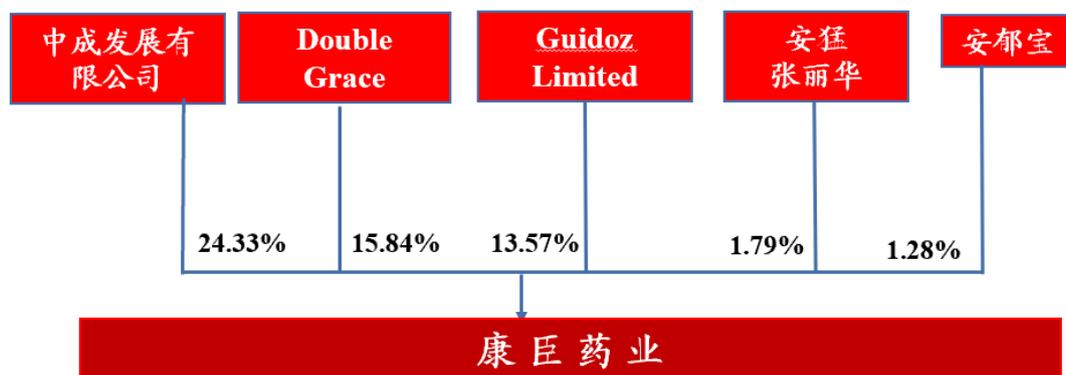


资料来源：公司官网、公司财报、Wind、中邮证券研究所

## 1.2 公司上市后股权保持稳定，创始人团队产业经验丰富

公司自 2013 年在港交所上市以来，股权结构维持稳定。截至 2023 年年报，公司主席安猛全资占股的中成发展有限公司持股 24.33%，前执行董事黎倩全资拥有的 Double Grace 持股 15.84%，前非执行董事杨惠波全资拥有的 Guidoz 持股 13.57%。

图表2：公司上市以来股权结构保持稳定



资料来源：Wind、中邮证券研究所

公司创始人团队产业经验丰富。康臣药业集团董事局主席、总裁安猛在制造、金融保险、互联网健康、风险投资等领域拥有逾 30 年从业经验；执行董事徐瀚星拥有多年海外体系化的公共会计学和金融管理学求学及工作经历，以及四大会计师事务所工作经验；执行董事兼首席科学家朱荃负责集团药物战略发展方向，从事医药研究工作逾 50 年。

图表3：创始人团队产业经验丰富

姓名	职务	任职日期	核心履历
安猛	主席、总裁	2021/3/24	彼自 2021 年 3 月 24 日起获委任为本公司的执行董事、自 2021 年 7 月 9 日起获委任为本公司的主席及自 2024 年 1 月 17 日起获委任为首席执行官。安先生主要负责本集团的全面战略规划和整体运营管理。安先生于中欧国际工商学院取得高级工商管理硕士(EMBA)学位，及于财产保险及创业投资行业拥有逾 30 年经验。于 1992 年 12 月至 2007 年 5 月，安先生任职于中国人民保险集团，曾担任中国人民财产保险股份有限公司广州分公司市场开发处副处长，广州海珠支公司总经理及广州越秀支公司总经理。自 2007 年 6 月至 2014 年 8 月，安先生任职于中国太平保险集团，曾担任太平财产保险有限公司广东省分公司总经理，太平财产保险有限公司市场总监、助理总经理、副总经理、纪委书记及合规负责人。
徐瀚星	执行董事	2021/3/24	彼自 2021 年 3 月 24 日起获委任为本公司的执行董事，彼亦为广州康臣、内蒙古康臣、霍尔果斯康臣和玉林制药的董事。徐先生于美国佩斯大学鲁宾商学院取得工商管理(公共会计)学士学位及金融管理硕士学位。徐先生于 2020 年 11 月加入本集团，现任职商务总监。于 2018 年 9 月至 2020 年 11 月，在香港罗兵咸永道会计师事务所任职，担任高级审计师。
李政海	副总裁	2019/7/1	于 2019 年 4 月加入本集团出任药研中心研发总经理兼肾病药物研究中心主任，并于 2021 年 7 月 1 日晋升为本集团的副总裁兼药研中心总经理。加入本集团前，李先生于 1995 年 7 月至 2019 年 3 月期间分别在深圳新鹏生物工程有限公司、美国东方生物技术有限公司、北京岐黄药品临床研究中心、健帆生物科技集团股份有限公司工作，曾任技术总监、研发总监、副总经理及总经理等职务。李先生 1995 年于中山大学生物化学专业硕士毕业，又于 2003 年毕业于北京大学，主修工商管理硕士，拥有高级工程师和执业药师职称。
方培城	副总裁	2020/11/30	本集团的副总裁兼财务总监，同时分管投资管理中心、信息数据中心工作。方先生于 2010 年 8 月加入本集团，出任审计经理。彼自 2010 年 8 月至 2020 年 10 月担任多个职位，包括审计经理、审计法务总监、总裁助理和集团财务总监。彼自 2020 年 11 月获委任为副总裁。方先生于加入本集团前，于科达制造股份有限公司、美维控股有限公司及西陇化工股份有限公司等公司担任内部审计师工作。方先生于 2002 年 7 月毕业于南华工商学院，主修会计电算化专业，于 2008 年 7 月毕业于中国石油大学(华东)会计学专业，获授管理学学士学位。方先生持有由中华人民共和国人力资源和社会保障部颁授的审计专业资格证书(中级)及国际内部审计师协会(IIA)颁授的国际注册内部审计师(Certified Internal Auditor)资格。

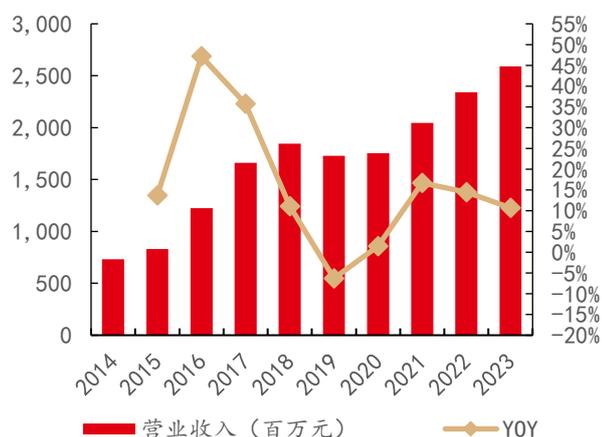
于 1999 年 7 月加入本集团出任业务经理。1999 年 7 月至 2013 年 7 月，方女士于广州康臣担任多个职位，例如业务经理、区域市场推广经理及市场推广总监。彼自 2013 年 7 月起为广州康臣的副总裁。方女士于加入本集团前，曾于 1985 年 7 月至 1989 年 9 月期间在固镇县医院工作，1989 年 9 月至 1999 年 7 月在安徽省水利厅医院工作。方女士于 1985 年 7 月毕业于蚌埠医学院，获授医疗系学士学位。

资料来源：Wind、中邮证券研究所

### 1.3 财务情况：康臣分部业绩保持平稳增长，玉林制药 2018~2020 年业绩承压后已逐步恢复

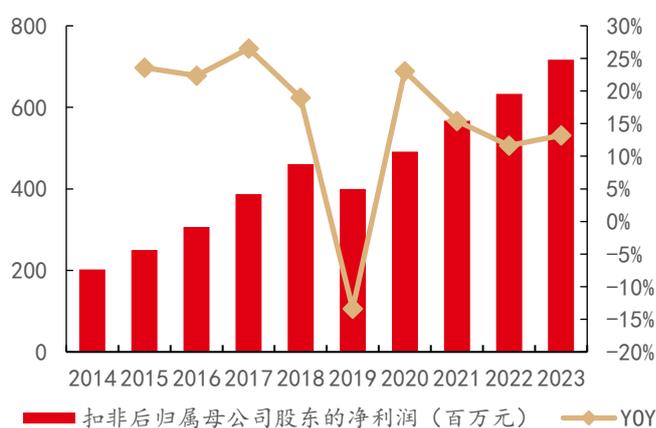
公司近十年营收利润整体实现平稳增长。康臣药业 2014~2023 年营业收入及扣非后归母净利润实现平稳增长，营收复合增长率为 15.09%，扣非后归母净利润的复合增长率为 15.07%。2023 年，公司整体实现销售收入约 25.9 亿元，同比增长约 10.7%；实现扣非归母净利润 7.17 亿元，同比增长 13.19%。

图表4：公司近十年营收整体实现平稳增长



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表5：公司近十年扣非归母净利润整体实现平稳增长



资料来源：Wind、中邮证券研究所

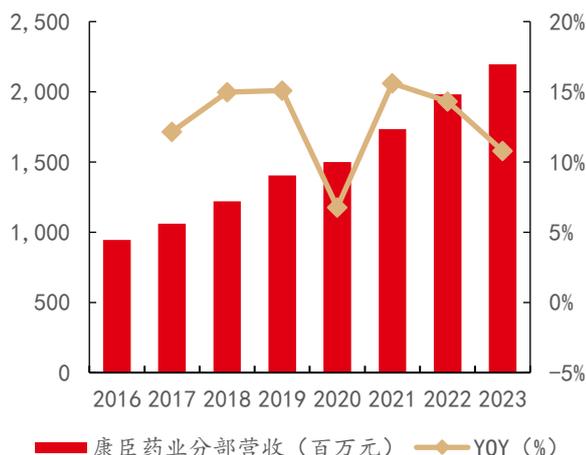
从业务分部来看：

(1) 康臣药业分部 2023 年销售收入约 22.0 亿元，同比增长约 10.8%，其中肾科药物销售收入约为 17.4 亿元，同比增长约 11.0%；龙头产品尿毒清颗粒实现销售收入约 16.5 亿元，同比增长约 10.2%，稳居肾病口服现代中成药品类领先地位；益肾化湿颗粒实现销售收入约 0.9 亿元，同比增长约 25.5%，保持快速增长。妇儿药物销售收入约 2.9 亿元，同比增长约 22.7%，保持快速增长。医用成像对比剂销售收入约 15.6 亿元，同比略为减少 4.6%，主要系碘帕醇未参与集采导致收入短期承压。

(2) 玉林制药分部 2023 年销售收入约 4.0 亿元，同比增长约 10.2%，利润约 0.4 亿元，已连续三年实现了恢复性盈利。玉林制药加大产品在医院内推广的力度，积极开拓日、韩、澳、新等市场。

**2018~2020 年玉林制药分部业绩短期承压后逐步恢复。**自 2015 年集团收购玉林制药分部后，玉林制药赋能康臣药业持续贡献收入。在经过 2016 年、2017 年、2018 年连续三年的高速增长后，玉林制药分部在 2019 年遇到非处方药市场环境发生变化及竞争加剧，2019 年玉林制药分部销售收入约为 3.2 亿元，同比下降约 48.1%。为适应该等变化，集团对营销市场进行了

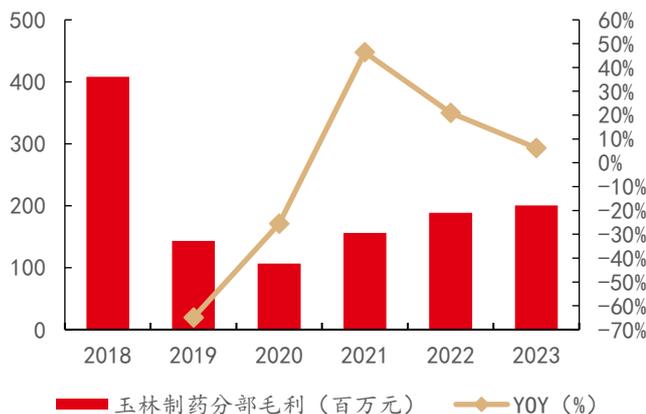
全面改革整顿，理顺价格体系，梳理优化营销渠道，从整体顶层设计的再造到架构重塑，从人员调整到市场调整，从产品归类调整到制度流程优化。经过整顿和调整，渠道、终端和价格秩序逐步恢复，2020年市场调整初显成效（2020年实现销售收入2.54亿元，同比下降22.54%，降幅开始收窄），2020-2023年玉林制药分部毛利润企稳回升，至2023年增长至2亿元（同比增长6%）；2021年起玉林制药分部贸易应收账款由正转负，系预收货款大于实际应收货款所致，支撑玉林制药分部收入持续改善；此外2021-2023年玉林制药分部经营性现金流持续回升。

**图表6：康臣药业分部营收较为稳健**


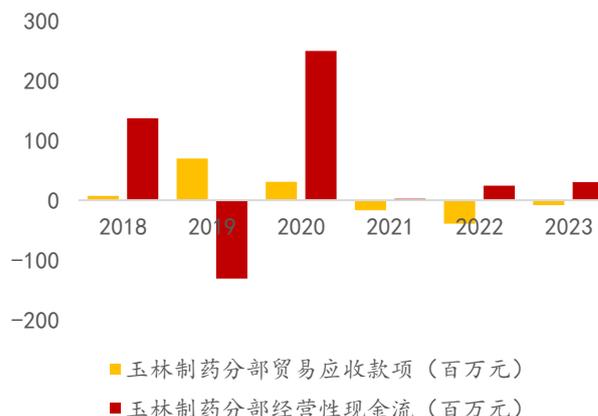
资料来源：Wind、中邮证券研究所

**图表7：2018-2020年玉林制药分部收入短期承压，2021-2023年恢复**


资料来源：Wind、中邮证券研究所

**图表8：2021-2023年玉林制药毛利逐年增长**


资料来源：Wind、中邮证券研究所

**图表9：2021年起玉林制药预收货款大于应收货款，经营性现金流持续回升**


资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 2 产品：肾科龙头地位稳固，妇儿快速增长，影像、玉林稳健向上

### 2.1 产品概览：打造肾科为核心的“1+6”多专科产品格局

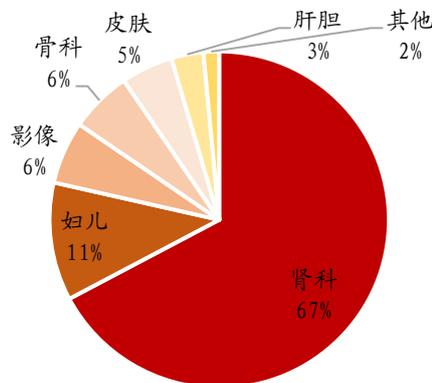
公司于初创期的核心产品为尿毒清颗粒和钆喷酸葡胺注射液，其中尿毒清颗粒为国内首个用于治疗慢性肾功能衰竭的现代中成药，钆喷酸葡胺注射液为国内首个核磁共振医用成像

对比剂，两个产品皆在其细分市场排名前列。公司于 2015 年收购玉林制药，新增骨科、皮肤、肝胆等产品线。截至目前，康臣药业全力打造“1+6”产品格局，以肾科为旗舰，并推影像、妇儿、骨伤、皮肤、肝胆、消化系列品种，拥有丰富的产品组合并持续开展技术创新、新产品研发；现有 138 个品种，包括 62 个中药品种，76 个西药品种；其中 33 个品种进入国家基本药物目录，67 个品种进入国家医保目录。

图表10：公司拥有以肾科为旗舰的“1+6”产品格局



图表11：2023 年肾科产品收入占比达到 67%



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

## 2.2 肾科：尿毒清颗粒保持肾科口服中成药龙头地位，益肾化湿颗粒拓展空间大

尿毒清颗粒为公司独家产品，是国内首个用于治疗慢性肾功能衰竭的现代中成药。尿毒清颗粒于 1998 年开始生产销售，2009 年纳入国家医保目录（乙类），2012 年 9 月纳入国家基药目录，2017 年升级为国家医保目录（甲类）。

从销售情况来看，尿毒清颗粒在 2008 年即在中国肾病药物市场排名第二，市占率达到 11.8%，并保持持续较快增长，2010-2020 年收入 CAGR 达到 17%，且在集采前的 2021-2022 年分别达到 16.7%、14.4% 的稳健增速。

图表12：尿毒清颗粒收入常年保持较快增长（单位：亿元）

	2010	2011	2012	2013	——	2020	2021	2022	2023
尿毒清颗粒收入	2.32	3.01	3.48	4.37	CAGR	11.25	13.13	15.00	16.50
YOY		29.76%	15.37%	25.80%	14.45%		16.70%	14.40%	10.20%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

我们认为，尿毒清颗粒常年保持较快增长的原因主要为：

(1) 慢性肾脏病用药需求潜在挖掘空间大，中药诊疗已成为不可或缺的补充治疗手段

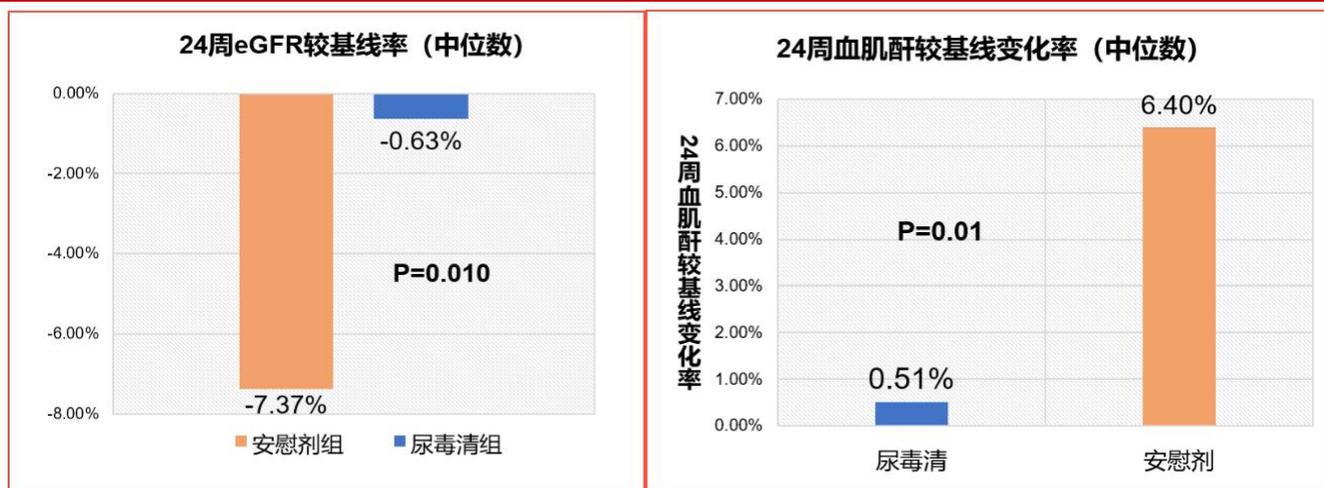
慢性肾脏病患病率较高，知晓率低，透析治疗费用高。据资料统计，CKD（慢性肾脏病）全球人群患病率已高达 14.3%，全球约 8.5 亿患者。我国 18 岁以上人群 CKD 患病率约为 10.8%，据 2012 年全国 CKD 流行病学调查报道，我国 CKD 患病率达 10.8%，据此估算我国成年 CKD 患者约 1.2 亿，且目前中国 CKD 患者中，只有 10% 患者知晓。根据中国中西医结合学会肾脏疾病专业委员会 2022 年学术年会数据，我国每年为透析患者支付的医疗费用高达 1000 亿人民币以上，相当于我国年卫生费的 5.9%。

中药诊疗在改善 CKD 患者临床症状、降低血肌酐，防治 CKD 进展方面具有优势，已成为不可或缺的补充治疗手段。慢性肾病根据病情严重程度分为五个阶段，其中第二至第五阶段的患者被归类为慢性肾功能衰竭患者，目前没有药物可以治愈慢性肾功能衰竭，所有肾病药物皆是延缓慢性肾功能衰竭的恶化。目前 CKD 西医治疗包括控制原发病，改变生活方式、控制高血压、高血糖等危险因素，抑制肾素血管紧张素系统的过度激活，防治并发症等，然而这些措施并不能完全控制肾功能不全进展，特别是对 CKD3-5 期患者，尚缺乏有效的措施以延缓肾功能恶化。中医学无“慢性肾脏病”病名，根据临床表现可归于“水肿”“虚劳”“关格”等疾病范畴。目前基本认同 CKD 病机分为本虚和标实两方面，本虚证以脾肾气虚、气阴两虚多见，标实证以血瘀和湿热多见。针对上述病机采用相应的中药治疗，可改善 CKD 患者临床症状、降低血肌酐，在防治 CKD 进展方面具有一定优势，尤其针对病情平稳的门诊患者，中成药已经成为 CKD 一体化治疗方案不可或缺的补充治疗手段。

### (2) 尿毒清颗粒作用机理明确，拥有高品质循证医学证据

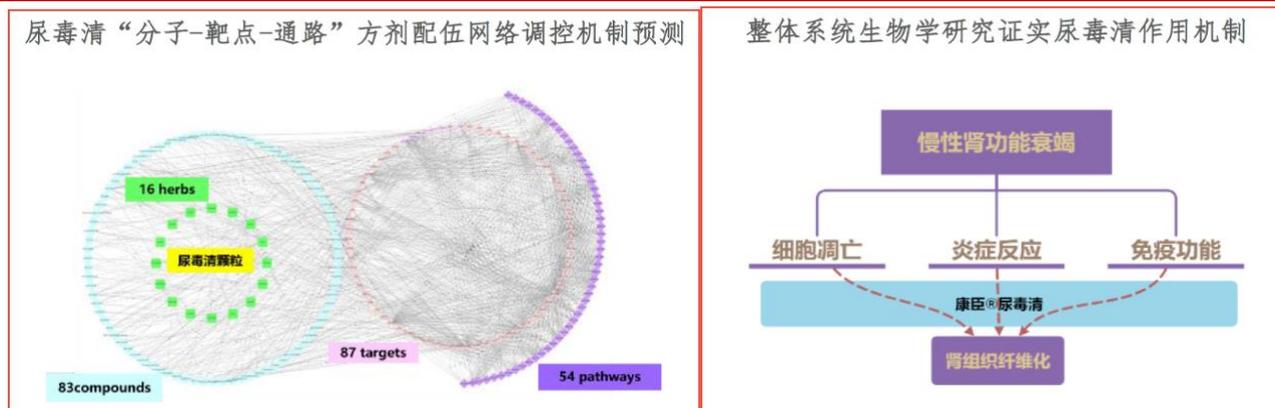
由陈香美院士等 2017 年发表的 1 篇关于尿毒清颗粒治疗 CKD 的全国多中心随机双盲安慰剂对照研究，是目前唯一 1 个针对尿毒清颗粒治疗 CKD3-5 期的多中心随机双盲安慰剂对照研究证明，尿毒清颗粒能够有效减缓血肌酐上升速度，减缓 eGFR 下降速度，延缓慢性肾脏病进展。除此以外，尿毒清颗粒同步开展系统生物学研究，由清华大学罗国安教授领衔开展的系统生物学研究，研究表明：尿毒清颗粒通过作用于 MAPK、T cell receptor、JAK-STAT、TGF-β 及细胞因子及受体相互作用 5 条信号通路上的 17 个靶点发挥作用，揭示尿毒清颗粒通过多途径、多靶点，调节机体免疫功能、抑制炎症反应、减少细胞凋亡、抑制肾脏纤维化从而产生肾脏保护作用，延缓慢性肾脏病的进展。

图表13：多中心随机双盲安慰剂对照研究证明尿毒清颗粒能够有效减缓血肌酐上升速度，减缓 eGFR 下降速度



资料来源：公司旗下公众号、中邮证券研究所

图表14：系统生物学研究结果表明尿毒清颗粒通过多途径、多靶点延缓慢性肾脏病进展



资料来源：公司旗下公众号、中邮证券研究所

2021年3月4日《中成药治疗慢性肾脏病3-5期(非透析)临床应用指南(2020)》在《中国中西医结合杂志》网络首发,该指南是由国家中医药管理局批复立项,中国中药协会承担的《中成药治疗优势病种临床应用指南》标准化项目首批14个指南之一。尿毒清颗粒成为指南中唯一“强推荐”级中成药。

图表15：尿毒清颗粒为中成药治疗优势病种（CKD）临床应用指南唯一“强推荐”级中成药

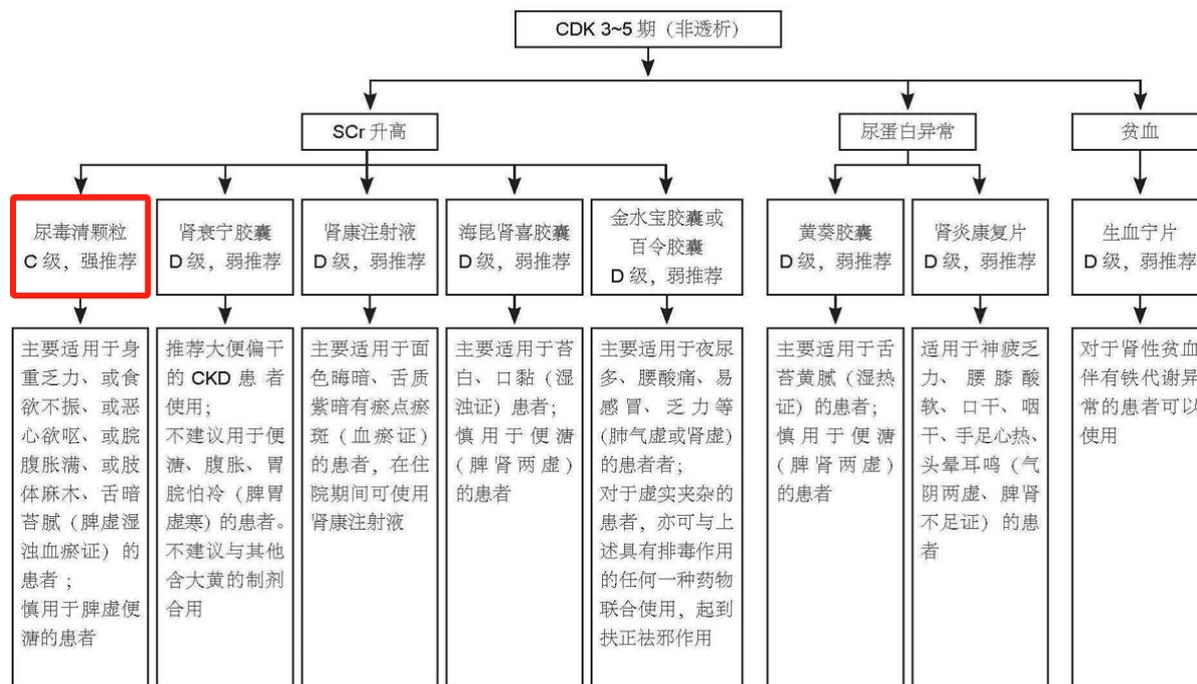


图1 中成药治疗肾脏病3~5期（非透析）药物推荐流程图

资料来源：《中成药治疗慢性肾脏病3~5期（非透析）临床应用指南（2020年）》（《中成药治疗优势病种临床应用指南》标准化项目组）、中邮证券研究所

2022年尿毒清颗粒被广东联盟纳入集采,降价14%,降幅温和,公司积极参与集采,在维护好价格体系的同时,重点开发未覆盖的地区和医院,2023年在集采省份大都实现了销售金额的同比正增长,2023年尿毒清颗粒收入增速为10.2%;公司也加大降本增效,在生产、物流、管理、销售成本等方面进行一系列优化和改善,2023年生产中心较好完成了集采首年尿

毒清颗粒生产的统筹规划，保障“以价换量”的顺利落地，且新疆霍尔果斯基地二期生产线工程项目建设如期开工，顺利投产后将大幅提升尿毒清颗粒产能。从盈利能力来看，2023年公司整体毛利率同比下滑1.1pct至74.2%，此为集采降价叠加原材料采购价格上升的综合影响结果，集采降价对品种盈利能力的影响并不大。后续随着未覆盖医院的进一步开发和产能提升，我们认为尿毒清颗粒仍能保持10%左右的稳健增长。

**益肾化湿颗粒早期积累较多循证医学证据，后续有望保持快速增长：**

为了增加肾病药物，公司于2009年推出益肾化湿颗粒，来源于经典名方《升阳益胃汤》，能有效降低尿蛋白，保护肾功能，其主要用于治疗慢性肾小球肾炎及减轻蛋白尿症。受益于尿毒清颗粒的市场知名度以及公司已建立的销售网络，益肾化湿颗粒自上市后保持快速增长，2010-2013年营业额从0.01亿元快速增长至0.09亿元，且2013-2020年收入CAGR达到23.46%。益肾化湿颗粒于2019年进入医保目录，收入增速加快，2021-2023年收入增速达到25%以上。公司也持续开展益肾化湿颗粒的循证医学证据积累，多项临床Meta分析的研究结果证实益肾化湿颗粒在慢性肾脏病、慢性肾小球肾炎、糖尿病肾病等均能有效降低尿蛋白，保护肾功能，并且可以有效提升临床有效率，改善患者临床症状和体征，目前益肾化湿颗粒已获多部指南、共识、教材推荐，我们认为其有望保持较快增长。

**图表16：益肾化湿颗粒上市以来收入保持快速增长（单位：亿元）**

	2010	2011	2012	2013	—	2020	2021	2022	2023
益肾化湿颗粒	0.01	0.02	0.05	0.09	CAGR	0.39	0.52	0.7	0.9
YOY		242.98%	155.96%	77.60%	23.46%		33.80%	31.10%	25.50%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

**图表17：《专家共识》推荐益肾化湿用于慢性肾小球肾炎、糖尿病肾病等多种肾脏疾病**



资料来源：第七届肾病中药发展研究大会、中邮证券研究所

**图表18：益肾化湿颗粒获多部指南、共识、教材推荐**

**中华中医药学会《益肾化湿颗粒治疗肾脏病临床应用专家共识》**推荐益肾化湿颗粒用于慢性肾小球肾炎、糖尿病肾病等多种类型的慢性肾脏病，可有效改善患者肾功能，降低尿蛋白，改善水肿，抑制炎症反应，改善患者疲倦乏力等临床症状。

**中国医师学会中西医结合医师分会内分泌与代谢病学专业委员会《糖尿病肾病证结合诊疗指南》**，益肾化湿颗粒获推荐作为治疗糖尿病肾病的中成药，可降低尿蛋白，消水肿，改善临床症状，保护肾功能，**证据等级：Ia，推荐意见：强推荐**。

**《中西医结合内科学》**是由**陈志强教授**和**杨文明教授**主编，2021年6月由中国中医药出版社出版，是全国中医药行业高等教育“十四五”规划教材、全国高等中医药院校规划教材，供中西医临床医学专业使用。推荐益肾化湿颗粒用于治疗慢性肾小球肾炎、肾病综合征等治疗。








资料来源：第七届肾病中药发展研究大会、中邮证券研究所

### 2.3 妇儿：右旋糖酐铁口服液转换规格后开发医院加速，2023 年医保限制取消后有望保持快速增长

妇儿核心单品为右旋糖酐铁口服液（OTC），用于治疗因营养不良以及于怀孕期及青春期产生的慢性贫血及缺铁性贫血，为内蒙古康源药业于 2006 年获批生产的新药，康源药业于 2009 年 10 月被公司收购，现为康臣内蒙古的全资子公司。

右旋糖酐铁口服液相较其他治疗药物对铁的吸收性更高，且安全性高，口感更好，可提高服用依从性。儿童缺铁性贫血是一种比较常见的儿童营养缺乏症，主要是由于体内缺铁，导致血红蛋白合成减少，对细胞代谢功能产生影响而出现相关症状，可出现食欲不振、精神萎靡等症状，影响儿童的生长发育，导致神经系统的发育障碍等，严重的贫血会导致心率加快，甚至心力衰竭，为了促使儿童健康生长发育，需要及早诊断和纠正儿童缺铁性贫血。在以往的临床治疗中，对于缺铁性贫血的儿童通常用硫酸亚铁口服液或其他补铁药物治疗，虽然有一定的防治效果，但硫酸亚铁服用可带来一定的副作用，不利于提高患儿治疗的依从性；而右旋糖酐口服液中含有的氢氧化铁和葡聚糖的复合物，使儿童能够更好地吸收铁，且不良反应少，安全性高，口感更好，可提高服用依从性，具有更好的临床疗效。

图表19：右旋糖酐口服液较硫酸亚铁治疗有效性更高

表1 两组缺铁性贫血治疗效果比较

组别	例数	显效 (例)	有效 (例)	无效 (例)	总有效 (例 (%))
对照组	37	14	14	9	28 (75.68)
右旋糖酐口服液组	37	26	11	0	37 (100.00)
X <sup>2</sup> 值	-	-	-	-	8.655
P值	-	-	-	-	0.002

表2 治疗前后血红蛋白和免疫相关指标比较 ( $\bar{x} \pm s$ )

组别	例数	时期	IgG(g/L)	IgA(g/L)	ALB(g/L)	HGB(g/L)
对照组	37	治疗前	6.42±2.12	1.56±0.23	30.22±4.16	88.26±4.56
		治疗后	8.04±2.21	1.68±0.82	32.21±4.29	92.67±4.24
右旋糖酐口服液组	37	治疗前	6.51±2.01	1.56±0.24	30.11±4.22	88.22±4.92
		治疗后	9.22±3.03*	1.98±0.82*	35.18±5.12*	96.11±6.21*

与对照组比较, \*P<0.05

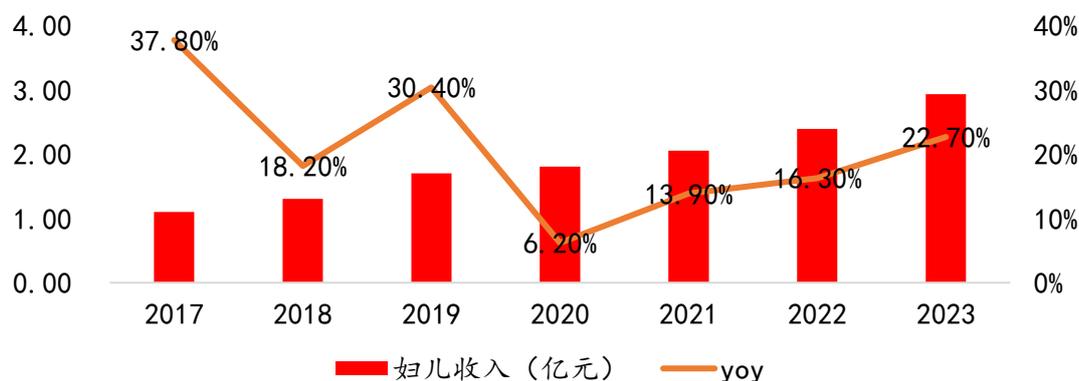
表3 两组缺铁性贫血纠正时间、精神倦怠改善时间比较

组别	缺铁性贫血纠正时间 (d)	精神倦怠改善时间 (d)
对照组	9.89±2.15	6.21±2.02
右旋糖酐口服液组	6.37±2.21*	4.31±2.01*

与对照组比较, \*P<0.05

资料来源：《右旋糖酐铁口服液治疗儿童缺铁性贫血的效果》(何珊)、中邮证券研究所

公司销售团队积极开发右旋糖酐铁口服液，取得优质成效，医保解限为后续增长奠定基础。右旋糖酐铁口服液自2015年从代理销售转换为自营销售以来，依托公司覆盖全国的销售服务网络和专业的学术推广团队，销售收入于2018年突破1.12亿元。2018年右旋糖酐铁口服液进入国家基药目录，2019年进入国家医保目录（限儿童缺铁性贫血），由此成为唯一进入国家基药目录+国家医保目录的口服液补贴剂，也促进妇儿收入2019年收入增长30.4%。公司于2021年通过利用品牌城市会打造产品品牌力、进入儿科用药指南、抢占妇产科预防性补铁患者等组合营销策略，打破了单产和覆盖偏低的「双低」瓶颈，2022年重点推10ML大规格产品转换工作，更加契合临床指南推荐剂量，未开发医院通过大规模转换开发，已开发医院持续提量，在2022年上半年销售收入几乎无增长的情况下，2022年下半年实现近30%的同比增长，2023年上半年更实现近40%的同比增长，2021-2023年妇儿收入增速分别达到14%、16%、23%，呈现增长加速态势。2023年新版医保目录取消了右旋糖酐铁口服液“限儿童缺铁性贫血”的医保限制，为后续增长再添动力。

**图表20：公司妇儿收入 2021-2023 年增长加速**


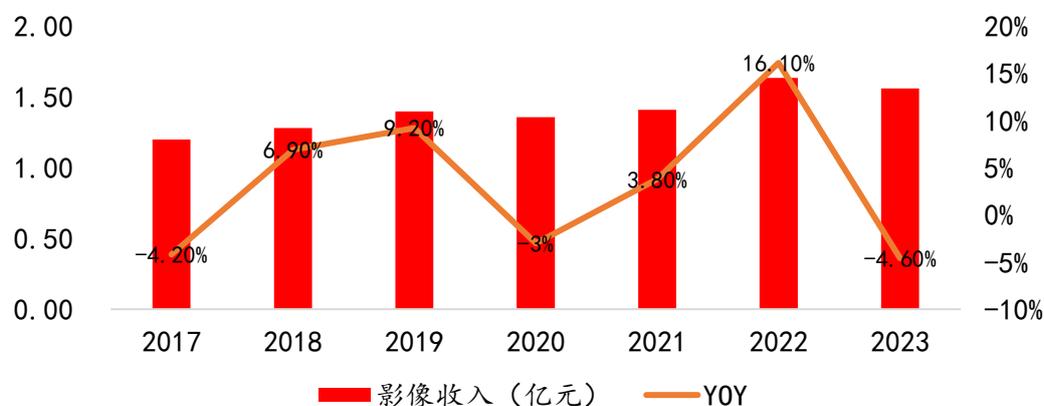
资料来源：公司公告、中邮证券研究所

## 2.4 影像：钆喷酸葡胺市场地位稳固，碘帕醇未参与集采导致收入承压，后续新品上市后将提供增长动力

影像核心单品为钆喷酸葡胺注射液，公司是国内首家取得核磁共振医用成像对比剂的新药证书的制药公司，公司在 1993 年取得新药证书，1995 年获得生产批文，1998 年开始销售。钆喷酸葡胺注射液自 2009 年纳入国家医保目录，2012 年公司的钆喷酸葡胺注射液以零售额计市占率为 17.1%，在中国核磁共振医用成像对比剂市场中排名第 3，后续年度维持公司在磁共振成像对比剂产品线的稳固地位，根据药渡数据，2022 年钆喷酸葡胺注射液市场格局中，康臣药业市占率为 31.81%，排名仅次于北陆药业（市占率 35.7%）。

2019 年 11 月 15 日，碘帕醇注射液新品「康乐显」上市发布会在北京举行，公司正式进入 CT 对比剂领域。2020 年公司在广东、山东、辽宁、湖南及广西等多个省份成功召开碘帕醇上市会议，加大新品推广。2022 年碘帕醇注射液纳入第七批药品集采目录，公司未能参与，导致 2023 年影像收入下滑 4.6%。

目前，公司储备了多个影像产品，根据药智数据，碘克沙醇注射液于 2023 年 2 月申请 ANDA，碘普罗胺注射液于 2023 年 4 月申请 ANDA，有望为公司提供后续增长动力。

**图表21：影像收入整体增长稳健，2023 年由于碘帕醇未参与集采导致收入略有下滑**


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

## 2.5 研发：公司储备较多肾科、影像新品，提供后续增长动力

为了巩固肾病市场的龙头地位，公司采取“自主研发+外联合作+研发创新联合体”模式，在肾科积极布局中药创新药、小分子创新药和仿制药，实现 CKD1-5 期全覆盖，积极探索肾病中西医结合治疗新模式。

**肾科管线方面**，共有 9 个项目在推进。其中，治疗糖尿病肾病的中药创新药 SK-01 黄芪散微丸 II 期临床出组 100%，新一代治疗尿毒症瘙痒症一类新药 SK-07 注射液已获得药物临床试验批准通知书，治疗肾性贫血的仿制药 SK-03 罗沙司他胶囊已提交注册申报。

**影像管线方面**，碘克沙醇注射液、碘普罗胺注射液皆有望最快在 2024 年上市，2 个 MRI 造影剂预计最快 2025 年上市，为业务增长提供新动力。

图表22：公司储备较多肾科、影像新品

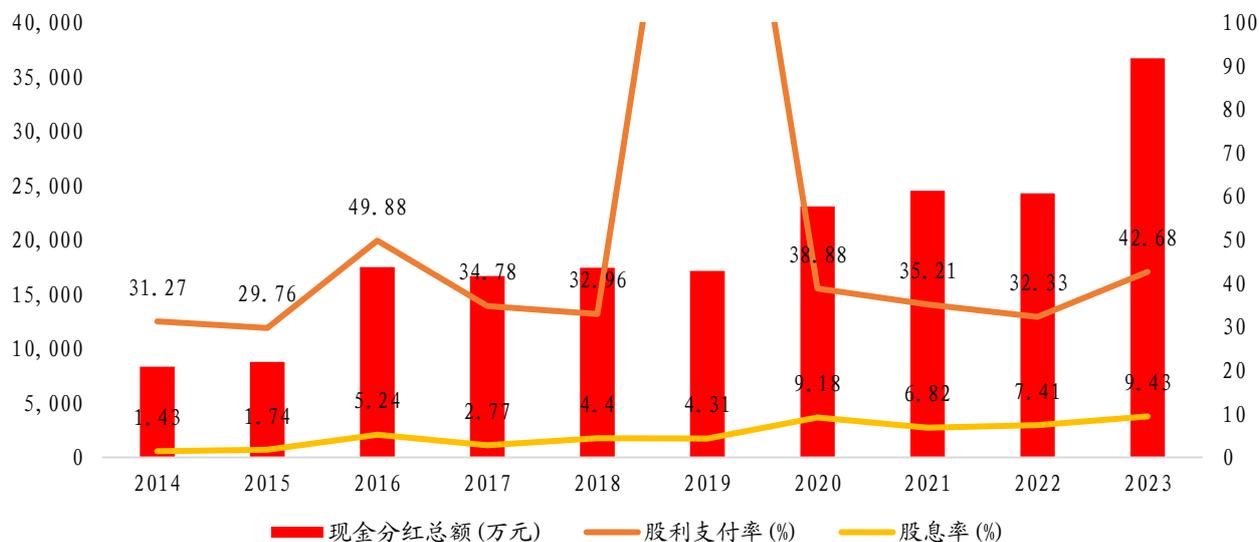
项目名称	临床前	药学	临床	注册	获批
SK-01			完成II期临床100%出组		
SK-02		完成原料药生产验证和制剂小试，生产线改造中			
SK-03		完成药学研究及BE等效，提交CDE，申请生产批件			
SK-05		完成制剂中试			
SK-06	PCC前研究				
SK-07			启动Ia期临床试验		
SK-08		preIND研究			
SK-09	获得PCC				
MRI-03				注册审评中，完成发补资料提交	
MRI-04		完成制剂中试			
MRI-05		完成制剂中试			
CT-01				提交生产批件注册	
CT-02				注册审评中，完成发补资料提交	
CT-03				提交生产批件注册	
US-01		完成制剂生产验证			
US-02	PCC前研究				

资料来源：公司官网、中邮证券研究所

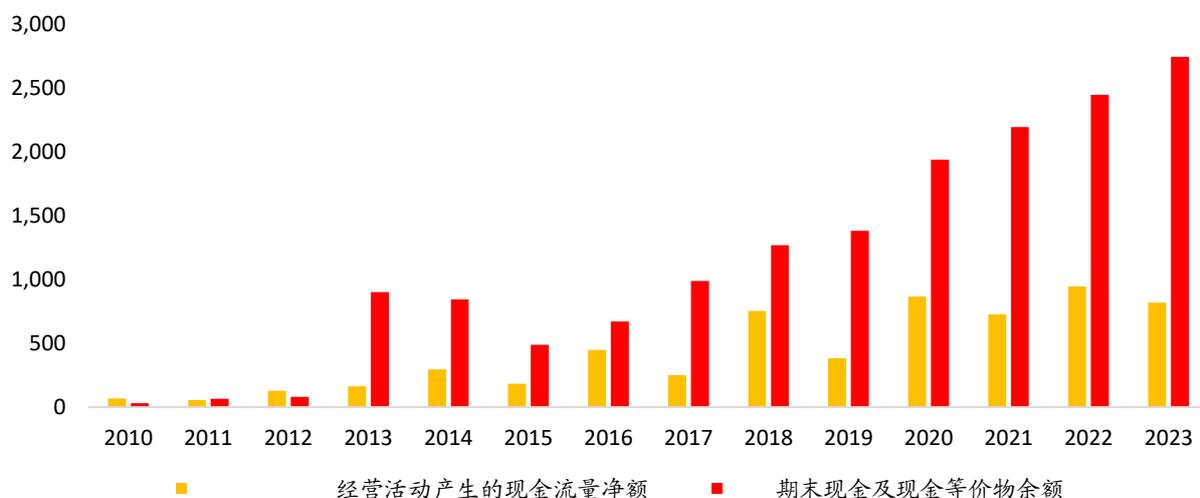
## 3 公司亮点：高分红+现金充足+业绩稳健向上

### (1) 公司自 2014 年起每年高分红，现金充足

公司自 2014 年起连续每年进行现金分红，股利支付率保持在 30%，2023 年更是达到 42.68%，股息率达到 9.43%。公司于 2024 年 5 月 13 日发布公告称，公司将于 5 月 24 日举行董事局会议以审议并批准特别股息的宣发。公司经营现金流净额稳健，拥有充足现金，截至 2023 年底现金余额达到 35.8 亿元人民币（含大额存单）。

**图表23：公司自 2014 年保持每年分红，2023 年股利支付率高达 42.68%**


资料来源：Wind、中邮证券研究所

**图表24：公司拥有充足现金（单位：百万元）**


资料来源：Wind、中邮证券研究所

## (2) 玉林制药 2021-2023 年业绩恢复增长，尿毒清集采影响有限，后续业绩稳健向上

玉林制药在 2019 年遇到非处方药市场环境发生变化及竞争加剧，导致收入同比下降约 48.1%，后续集团经过整顿和调整，渠道、终端和价格秩序逐步恢复，2021-2023 年收入保持 10%+ 增速，连续三年实现了恢复性盈利，保持稳健向上增长态势。

肾科方面，2022 年尿毒清颗粒被广东联盟纳入集采，降价 14%，降幅温和，公司积极参与集采，2023 年在集采省份大都实现了销售金额的同比正增长，2023 年尿毒清颗粒收入增速为 10.2%，且集采降价对品种盈利能力的影响并不大，后续随着未覆盖医院的进一步开发和产能提升，我们认为尿毒清颗粒仍能保持 10% 左右的稳健增长。且公司加大推广益肾化湿颗粒，益

肾化湿颗粒早期积累较多循证医学证据，2021-2023 年收入增速达到 25%以上，后续有望保持快速增长。

**妇儿方面**，右旋糖酐铁口服液在 2022 年通过改大规格，更加契合临床指南推荐剂量，实现 20%+增长，2023 年底新版医保目录取消了右旋糖酐铁口服液“限儿童缺铁性贫血”的医保限制，为后续增长再添动力。

**影像方面**，钆喷酸葡胺市场地位稳固，收入保持个位数稳健增长，2023 年由于碘帕醇未参与集采导致收入短期承压，但 2024 年将无集采前高基数影响，且碘克沙醇注射液、碘普罗胺注射液皆有望最快在 2024 年上市，2 个 MRI 造影剂预计最快 2025 年上市，为业务增长提供新动力。

由此，我们认为公司后续业绩稳健向上。

## 4 盈利预测

康臣药业核心大单品为尿毒清颗粒，为肾科口服中成药龙头产品，增长稳健，公司加大推广潜力产品益肾化湿颗粒，加速肾科收入增长；妇儿右旋糖酐铁口服液为第二大单品，通过改大规格促进收入加速增长，且 2023 年底迎来医保解限，后续有望保持快速增长；影像大单品钆喷酸葡胺保持稳健增长，2024-2026 年预计持续有新品获批上市，提供增长动力；玉林制药在 2019-2020 年的短期承压后经过改革在 2021-2023 年恢复较好增长，后续预计维持向上增长态势。基于此，公司整体业绩稳健向上。同时，公司常年保持高分红，现金充足（2023 年底现金余额 35.8 亿元）。

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 29.01/32.72/36.94 亿元，归母净利润分别为 8.93/10.22/11.70 亿元，对应 EPS 分别为 1.09/1.25/1.43 元/股，当前最新收盘价对应 PE 分别为 5.82/5.09/4.44 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

新品推广不及预期；集采下量增不及预期。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2590	2901	3272	3694	营业收入	10.71%	11.99%	12.79%	12.91%
营业成本	668	740	834	940	营业利润	16.85%	13.53%	13.94%	14.07%
其他收入-经营	0	0	0	0	归属于母公司净利润	14.88%	13.78%	14.46%	14.49%
销售费用	852	928	1047	1182	<b>获利能力</b>				
管理费用	316	319	344	375	毛利率	74.19%	74.50%	74.50%	74.55%
应收贸易账款及应收票据	13	12	13	15	净利率	30.37%	30.78%	31.25%	31.70%
其他经营净收益	119	79	85	94	ROE	21.63%	21.84%	21.75%	21.81%
<b>营业利润</b>	<b>885</b>	<b>1005</b>	<b>1145</b>	<b>1306</b>	ROIC	20.31%	20.46%	20.96%	21.42%
财务收入净额	21	24	21	19	<b>偿债能力</b>				
<b>除税前利润</b>	<b>864</b>	<b>981</b>	<b>1123</b>	<b>1287</b>	资产负债率	28.85%	27.76%	26.08%	24.69%
所得税	77	88	101	116	流动比率	2.86	3.07	3.36	3.64
<b>净利润</b>	<b>787</b>	<b>893</b>	<b>1022</b>	<b>1171</b>	<b>营运能力</b>				
少数股东损益	2	0	1	1	应收账款周转率	8.55	8.89	9.04	9.15
<b>归母净利润</b>	<b>785</b>	<b>893</b>	<b>1022</b>	<b>1170</b>	存货周转率	1.79	1.86	1.91	4.11
<b>资产负债表</b>					总资产周转率	0.50	0.50	0.51	0.52
货币资金	2748	3151	3619	4120	<b>每股指标(元)</b>				
应收账款	310	342	382	426	每股收益	0.96	1.09	1.25	1.43
按金, 预付款项及其它应	18	20	22	25	每股净资产	4.79	5.35	6.10	6.92
存货	367	380	417	457	<b>估值比率</b>				
其他流动资产	835	1002	1202	1443	PE	6.63	5.82	5.09	4.44
<b>流动资产合计</b>	<b>4278</b>	<b>4895</b>	<b>5643</b>	<b>6471</b>	PB	1.43	1.27	1.11	0.97
固定资产	739	720	695	665	PS	2.01	1.79	1.59	1.41
无形资产	283	253	224	194	<b>现金流量表</b>				
有使用权资产	125	119	112	105	净利润	785	893	1022	1170
其他非流动资产	83	75	79	79	折旧和摊销	78	76	73	70
<b>非流动资产合计</b>	<b>1230</b>	<b>1166</b>	<b>1110</b>	<b>1043</b>	营运资本变动	(30)	48	49	56
<b>资产总计</b>	<b>5508</b>	<b>6061</b>	<b>6752</b>	<b>7514</b>	其他	(14)	(57)	(93)	(60)
短期借款	503	503	453	403	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>819</b>	<b>959</b>	<b>1051</b>	<b>1236</b>
应付账款	942	1038	1166	1308	资本开支	(53)	(26)	(16)	(6)
租赁-流动负债	4	4	3	2	其他	(179)	(30)	(28)	(127)
其他流动负债	45	49	56	63	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>(232)</b>	<b>(56)</b>	<b>(44)</b>	<b>(133)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1495</b>	<b>1594</b>	<b>1678</b>	<b>1777</b>	股权融资	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>94</b>	<b>89</b>	<b>84</b>	<b>78</b>	债务融资	63	(51)	(51)	(51)
<b>负债合计</b>	<b>1589</b>	<b>1683</b>	<b>1761</b>	<b>1855</b>	其他	(343)	(445)	(482)	(546)
股本	64	64	64	64	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>(280)</b>	<b>(496)</b>	<b>(533)</b>	<b>(597)</b>
储备	3563	4022	4634	5300	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>307</b>	<b>407</b>	<b>473</b>	<b>506</b>
股东权益合计(不含少	3627	4086	4698	5364					
少数股东权益	292	292	293	294					
股东权益合计(含少数股	3919	4378	4991	5658					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>5508</b>	<b>6061</b>	<b>6752</b>	<b>7514</b>					

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048