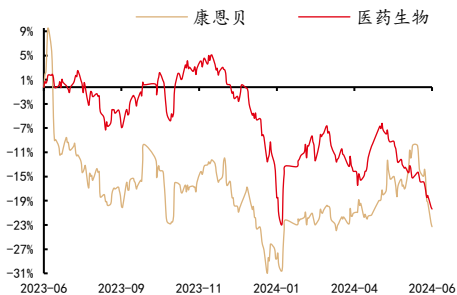


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	4.62
总股本/流通股本(亿股)	25.70 / 25.63
总市值/流通市值(亿元)	119 / 118
52周内最高/最低价	6.85 / 4.32
资产负债率(%)	34.6%
市盈率	20.09
第一大股东	浙江省中医药健康产业集团有限公司

研究所

分析师:蔡明子
SAC 登记编号:S1340523110001
Email:caimingzi@cnpsec.com
分析师:龙永茂
SAC 登记编号:S1340523110002
Email:longyongmao@cnpsec.com

康恩贝(600572)

国企混改开启新阶段，大品牌大品种稳定成长，中药大健康战略持续推进

● 国资入主开启混改新阶段，首次覆盖，给予“买入”评级

康恩贝成立于1969年，前身为兰溪县云山制药厂；经过不断发展，康恩贝于2004年在上交所挂牌上市；2020年7月，浙江省国贸集团下属子公司浙江省中医药健康产业集团收购了康恩贝20%的股权，公司成为省国贸集团实际控制的上市公司，实控人变更为浙江省国资委。国资入主后，公司优化资产结构，持续剥离低效无效资产，推行期权激励，经营业绩持续向好。

● 持续深化混改，优化资产结构聚焦核心主业

2021年7月，康恩贝混改实施方案作为浙江省国资系统第一个深化混合所有制改革的试点方案正式出台。2022年5月，康恩贝混改案例被国务院国资委纳入国企改革三年行动经验交流案例。浙江省国资委对康恩贝混改做出了高度评价。

公司坚定聚焦中药大健康核心业务，致力于优化资产结构，通过收购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%股权消除同业竞争，并于2020-2023年陆续剥离低效无效资产。为持续推动中药大健康平台建设，康恩贝将继续实施以中药大健康为核心的外延并购战略，以加速业务扩展和市场布局。

● 聚焦推进大品牌大品种工程，“一体两翼”驱动成长

公司坚守中药大健康核心业务的产业发展战略，和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业务体系，持续强化消化代谢、呼吸、泌尿、心脑血管领域竞争力，“康恩贝”“金笛”“前列康”等品牌已经深入人心。2023年公司过亿品种已达到17个，较2022年新增2个。2024年，公司将继续扎实推进大品牌大品种工程，焕新做大老品牌，创新培育新品牌，建优大品牌大品种产品矩阵，除继续夯实康恩贝肠炎宁系列10亿级销售规模外，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。

公司重视研发投入，创新成果逐步落地，积极推进大品牌大品种产品二次开发工作，储备研发项目蓄力未来成长。2023年，公司整体研发投入3.12亿元，同比增长18.80%，占全年工业营收的比例达5.29%。新立项57个研发项目，为产品梯队建设打好前端基础。在中药创新药领域，公司申报受理中药2.1类改良型创新药清喉咽含片药品注册，获批中药1.2类新药洋常春藤叶提取物及口服液临床批件；在特色化学药领域，获得利培酮口服溶液药品注册批件，注射用阿奇霉素、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠一致性评价批件。2024年4月28日，公司“葵适达”黄蜀葵花总黄酮口腔贴片上市，该产品已被纳入2023年国家医保目录，填补了中药领域双层口腔贴片剂型的空白，未来放量潜力大。

- **盈利预测及投资建议**

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 75.56、84.33、94.00 亿元，归母净利润分别为 8.07、9.02、10.63 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.7、13.1、11.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**

产品推广不及预期风险；市场竞争加剧风险；药品研发失败风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6733	7556	8433	9400
增长率(%)	12.20	12.23	11.61	11.47
EBITDA（百万元）	1137.45	1359.39	1570.45	1769.62
归属母公司净利润（百万元）	591.57	807.15	902.43	1063.02
增长率(%)	65.19	36.44	11.81	17.80
EPS（元/股）	0.23	0.31	0.35	0.41
市盈率（P/E）	20.07	14.71	13.16	11.17
市净率（P/B）	1.69	1.54	1.38	1.23
EV/EBITDA	10.06	7.52	6.12	5.00

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 康恩贝：国资入主，大品牌大品种稳定增长，中药大健康战略持续推进	5
1.1 公司简介：国企混改开启新阶段，中药大健康战略持续推进	5
1.2 股权结构：国资入主开启混改，股权激励计划凝心聚力	5
1.3 核心财务指标：经营稳步向好，费用管控能力持续加强	8
2 持续深化混改，优化资产结构聚焦核心主业	11
3 主营业务：专注中药大健康领域，聚焦推进大品牌大品种工程，“一体两翼”驱动成长	13
3.1 专注中药大健康领域，聚焦推进大品牌大品种工程，“一体两翼”驱动成长	13
3.2 全品类中药	15
3.3 特色化学药	20
3.4 特色健康消费品	21
3.5 重视研发投入，产品研发扎实推进，新产品成长潜力大	22
4 盈利预测及投资建议	24
5 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司逐步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业务体系	5
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 公司积极引进人才, 打造高质量管理团队	6
图表 4: 2022 年股权激励计划考核目标	8
图表 5: 2019-2023 年营业收入在业务调整后恢复增长	8
图表 6: 2019-2023 年归母净利润存在波动	9
图表 7: 扣非归母净利润增长逐步向好	9
图表 8: 扣非净利率持续提升, 盈利能力持续增强	9
图表 9: 2019-2023 年销售费用率逐年下降	10
图表 10: 2019-2023 年应收账款周转天数由降转升	10
图表 11: 2019-2023 年存货周转天数呈下降趋势	10
图表 12: 公司持续调整优化资源配置, 聚焦发展中药大健康产业核心业务	11
图表 13: 公司坚定聚焦核心业务, 致力于优化资产结构, 通过一系列举措剥离非主业资产	11
图表 14: 公司商誉减值风险基本消化	12
图表 15: 自 2022 年起公司商誉维持稳定	12
图表 16: 2023 年底公司商誉对应资产	13
图表 17: 专注中药大健康领域, 聚焦推进大品牌大品种工程, “一体两翼”驱动成长	14
图表 18: 2023 年康恩贝各大板块增速 (单位: 亿元)	15
图表 19: 2023 年板块营收占比	15
图表 20: 2023 年中成药肠道用药 TOP5 集团	15
图表 21: 康恩贝肠炎宁系列 2022 年突破 10 亿级体量, 稳步攀高 (单位: 亿元)	16
图表 22: 2023H1 中国城市实体药店终端销售额超 5 亿元的独家中成药	16
图表 23: 2020 年-2023 年中国城市零售药店终端肠炎宁片销售情况 (单位: 万元)	17
图表 24: 肠炎宁颗粒剂 2017-2023 年零售终端销售额	17
图表 25: 2023 年 H1 “金笛”在清热解毒口服药市场排名上升至第 4 位	18
图表 26: “金笛”复方鱼腥草合剂 2017-2023 年零售终端销售额	19
图表 27: 2019-2022 年麝香通心滴丸在中国三大终端六大市场的销售趋势 (单位: 万元)	20
图表 28: “金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片 2017-2023 年零售终端销售额	21
图表 29: 特色健康消费品重点产品	21
图表 30: 2017 年-2024 年 Q1 公司研发费用及变动比例情况	22
图表 31: 公司积极推进大品牌大品种产品二次开发工作 (更新至 2023 年)	23
图表 32: 公司主要研发项目, 为未来成长蓄力 (截至 2023 年底)	23
图表 33: 公司估值与同类公司相比具备性价比	25

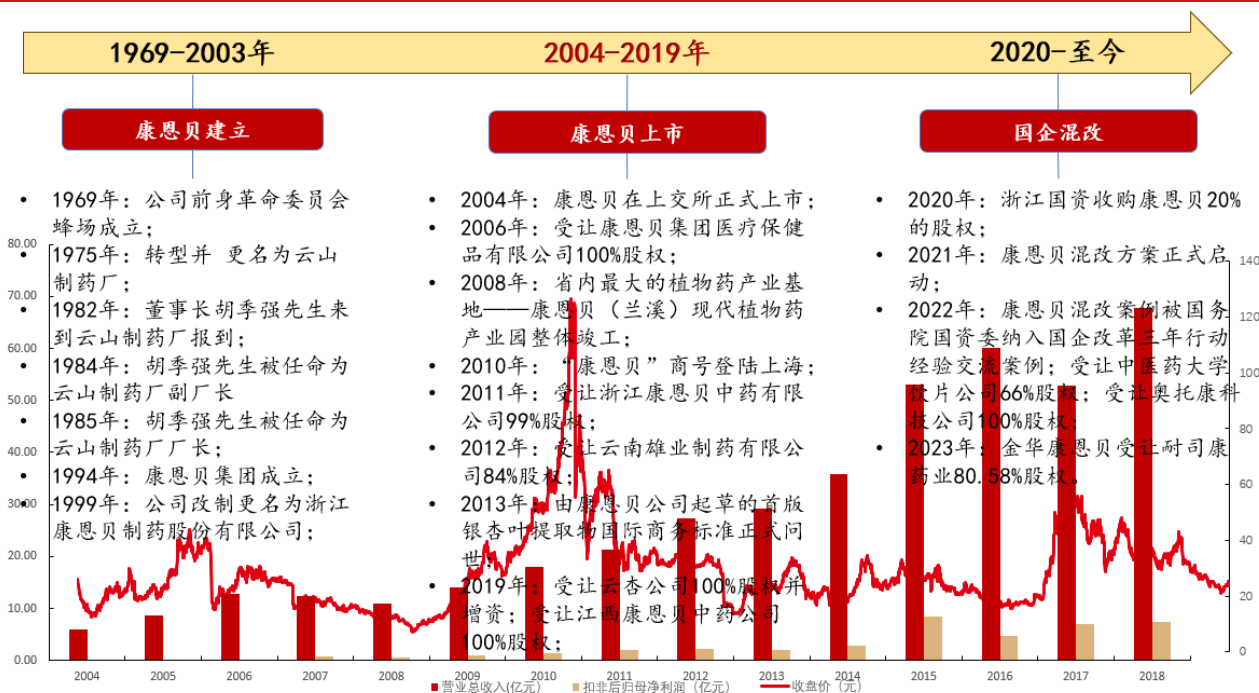
1 康恩贝：国资入主，大品牌大品种稳定增长，中药大健康战略持续推进

1.1 公司简介：国企混改开启新阶段，中药大健康战略持续推进

康恩贝成立于1969年，前身为兰溪县云山制药厂；1982年，刚刚大学毕业的胡季强来到云山制药厂并在1985年被任命为云山制药厂厂长；1994年，康恩贝集团成立；1999年公司改制更名为浙江康恩贝制药股份有限公司。经过不断发展，康恩贝于2004年在上交所挂牌上市；2017年，公司启动大品牌大品种工程；2018年，公司启动科技创新驱动发展工程；2020年，浙江省国资入主，康恩贝控股股东变更为浙江省中医药健康产业集团；2021年至今，康恩贝深入贯彻实施混改方案，持续聚焦发展中药大健康核心主业。2023年公司启动人才强企工程，三大工程持续驱动康恩贝做大做强。

在国企混改的背景下，大品牌大品种稳定成长，中药大健康战略持续推进。康恩贝持续推进大品牌大品种工程，充分发挥品牌森林优势，2023年公司销售过亿元品种达到17个，公司坚守中药大健康核心业务的产业发展战略，和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业务体系。

图表1：公司逐步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业务体系



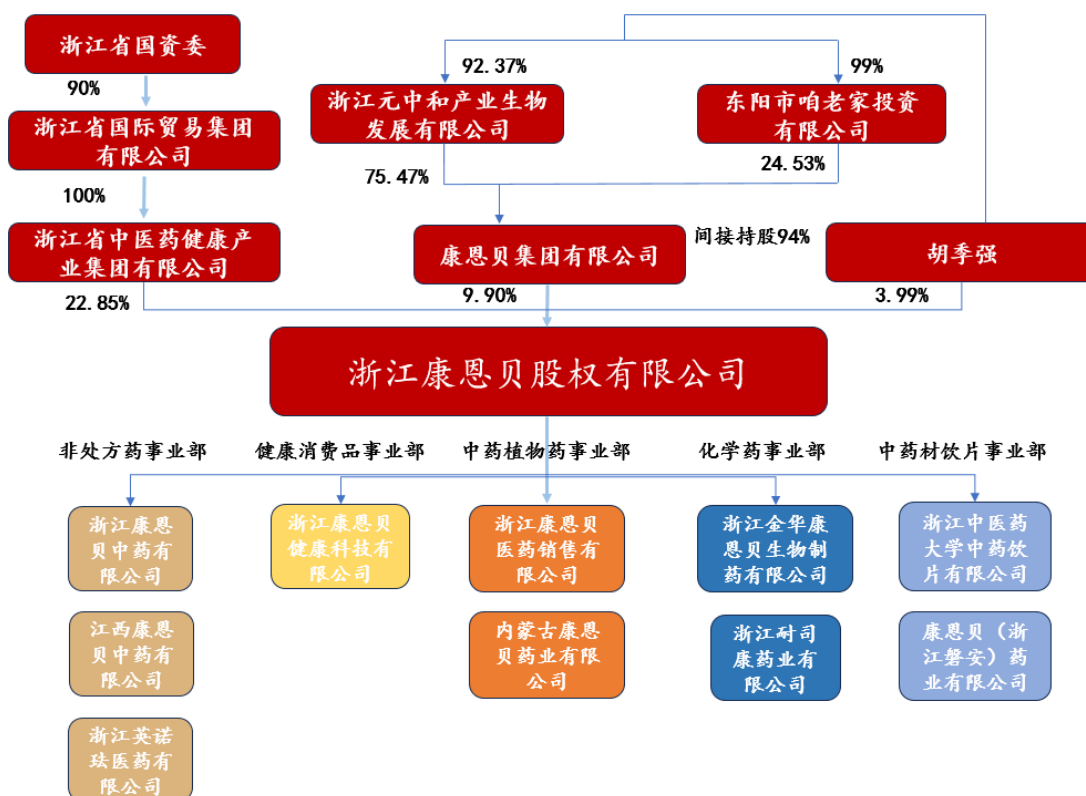
资料来源：公司官网、公司公告、iFinD、中邮证券研究所（注：右轴为收盘价）

1.2 股权结构：国资入主开启混改，股权激励计划凝心聚力

国资入主打造混合所有制新型市场主体。2020年7月，浙江省国贸集团下属子公司浙江省中医药健康产业集团收购了康恩贝20%的股权，公司成为省国贸集团实际控制的上市公司，实控人由胡季强先生变更为浙江省国资委。2021年12月1日起至2022年5月，省中医药健

健康产业集团增持公司股份，增持完成后持有公司股份占总股本的 20.85%。2024 年初，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。截至 2024 年一季度，浙江省中医药健康产业集团有限公司持有浙江康恩贝股份有限公司 22.85% 股份，胡季强先生及其一致行动人持有公司 14.11% 股份。

图表2：公司股权结构



资料来源：iFinD、公司官网、中邮证券研究所

公司积极引进人才，打造高质量管理团队。公司高管团队具备深厚的专业背景以及丰富的行业经验，近几年公司进一步积极引进管理人才，打造高质量的管理团队。

图表3：公司积极引进人才，打造高质量管理团队

姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	个人简历
胡季强	董事长,董事	2005-04-29	博士	1961	本科毕业于浙江医科大学药学系，工商管理博士，中共党员，执业药师、药学专业教授级高级工程师，享受国务院批准的政府特殊津贴。曾任第十二届、第十三届全国人大代表，浙江康恩贝制药股份有限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。现任浙江康恩贝制药股份有限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。
姜毅	董事,联席董事长	2024-01-15	硕士	1976	浙江农业大学本科学历，美国德克萨斯大学阿灵顿商学院工商管理硕士学位。曾任浙江省国际贸易集团有限公司办公室副主任、办公室（信息中心）副主任、办公室（战略部）主任、董事会秘书、医化产业部总经理，浙江汇源投资管理有限公司（后更名为

罗国良	总裁	2020-07-22	硕士	1962	<p>浙江省中医药健康产业集团有限公司) 董事长、党支部书记, 浙江省国贸集团资产经营有限公司董事长、党委书记; 现任浙江康恩贝制药股份有限公司党委书记, 联席董事长, 董事。</p> <p>中国药科大学药学专业大专学历, 新加坡国立大学企业管理学院工商管理硕士学位, 中共党员, 高级经济师、副主任中药师, 杭州市下城区政协委员。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。现任浙江康恩贝制药股份有限公司党委委员、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。</p> <p>浙江大学博士研究生学历, 教授级高级工程师。曾任康恩贝集团有限公司研发部高级经理, 浙江康恩贝制药股份有限公司研发部经理, 浙江现代中药与天然药物研究院有限公司总经理, 浙江康恩贝药品研究开发有限公司总经理, 浙江康恩贝制药股份有限公司植物药事业部(产业园) 总经理, 内蒙古康恩贝药业有限公司总经理, 浙江康恩贝制药股份有限公司第十届监事会职工代表监事。现任浙江康恩贝制药股份有限公司副总裁、浙江康恩贝制药股份有限公司中药植物药事业部总经理、浙江康恩贝医药销售有限公司总经理。</p> <p>浙江工业大学轻工业工程系本科毕业, 生物医药专业正高级工程师、执业药师, 中共党员。曾任浙江康恩贝医药销售有限公司、康恩贝集团公司、浙江康恩贝制药股份有限公司担任部门副经理、经理、质量总监、总经理助理、副总经理等职务, 杭州康恩贝制药有限公司总经理, 浙江康恩贝制药股份有限公司第九届董事会副总裁, 康恩贝集团党委副书记、纪委书记。现任浙江康恩贝制药股份有限公司党委委员、公司十届董事会副总裁、产业管理总监, 杭州康恩贝制药有限公司董事长、江西康恩贝天施康药业有限公司董事、浙江金华康恩贝生物制药有限公司董事、浙江康恩贝药品研究开发有限公司董事。</p> <p>高级会计师, 1998 年南京农业大学土地规划与利用专业毕业, 获学士学位 2002 年南京农业大学土地资源管理专业毕业, 获硕士学位。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, 浙江石化建材集团有限公司财务部职员, 中化蓝天集团有限公司财务部总经理助理、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, 浙江英特集团股份有限公司党委委员、财务总监。现任浙江康恩贝制药股份有限公司第十届董事会董事、副总裁、财务负责人、财务总监, 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。</p> <p>天津医科大学临床医学专业本科、浙江大学工商管理硕士。曾任浙江医院、International SOS (国际 SOS 紧急救援中心) 从事临床医生工作, 浙江康恩贝医药销售有限公司、浙江华海药业从事市场营销工作, 浙江京新药业股份有限公司董事、董事会秘书, 康恩贝集团有限公司董事长助理兼董事长办公室主任, 浙江康恩贝制药股份有限公司董事长助理兼投资总监。现任浙江康恩贝制药股份有限公司第十届董事会秘书、副总裁, 上海康嘉医疗科技有限公司执行董事、四川辉阳生命工程股份有限公司董事、广州喜鹊医药有限公司董事、芜湖圣美孚科技有限公司董事、Kanghe Medical Technology Limited 董事、KangJia Medical Technology Limited 董事、香港康恩贝国际有限公司董事。</p>
叶剑锋	副总裁	2023-12-28	博士	1973	
徐春玲	副总裁	2019-08-20	本科	1968	
湛明	副总裁、财务总监	2020-12-30	硕士	1976	
金祖成	副总裁、董秘	2021-01-18	硕士	1975	

资料来源: iFind、中邮证券研究所

实行股权激励调动员工积极性。2022年9月公司发布股票期权激励计划草案，并于11月进行首次授予，首次授予激励对象人数总计537人，包括公司管理层及下属子公司其他管理人员、核心骨干531人，首次授予股票期权数量6,247.5万份，占公司股本总额的比例2.43%。2023年10月，公司将2022年股票期权激励计划预留的752.5万份股票期权授予103位核心骨干人员，进一步向基层核心人才延伸。从激励考核指标来看，公司就扣非归母净利润、加权平均净资产收益率、研发投入占工业营收比、净利润现金含量均制定了目标，旨在推动公司高质量发展。

图表4：2022年股权激励计划考核目标

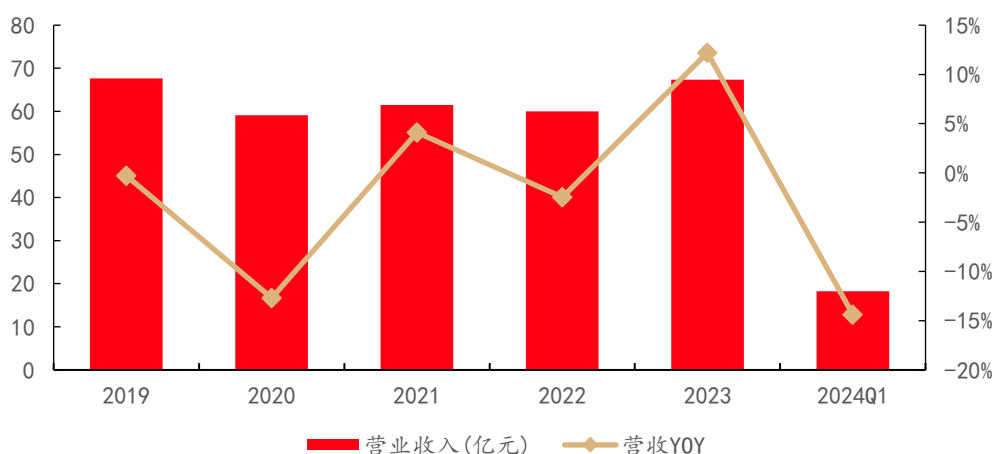
考核指标	第一个行权期	第二个行权期	第三个行权期
	2022年	2023年	2024年
净利润 (注：以21年扣非后净利为基准)	不低于4.74亿元 不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值	不低于5.37亿元	不低于6.00亿元
加权平均净资产收益率	不低于6.5% 不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值	不低于7%	不低于7.5%
研发投入总额占当期工业营业收入的比例	不低于4.5%	不低于5%	不低于5.5%
净利润现金含量	不低于105%	不低于105%	不低于105%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

1.3 核心财务指标：经营稳步向好，费用管控能力持续加强

营业收入在业务调整后恢复增长。从收入端来看，2020年因疫情影响，以及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，营收有所下降；2021年至2023年公司营业收入稳健增长，2022年度公司营业收入同比下降8.64%，主要是公司原控股子公司珍视明药业出表，扣除珍视明营业收入后可比口径同比增长9.30%。

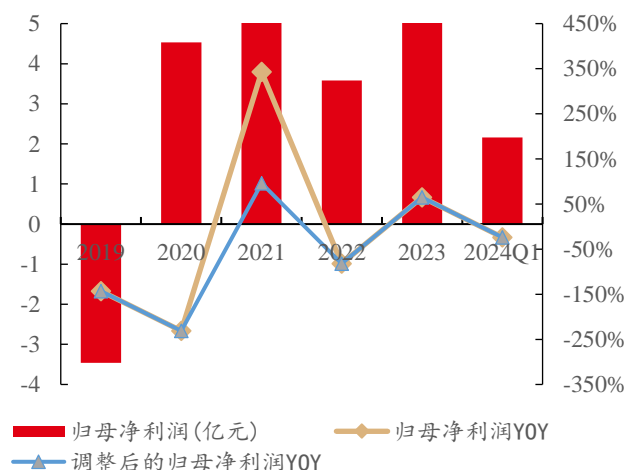
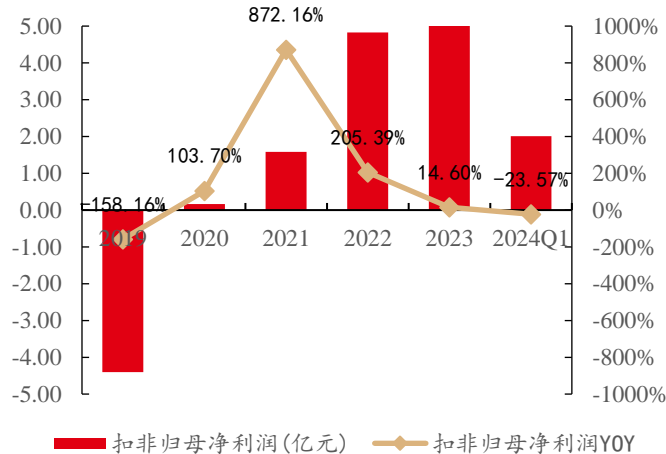
图表5：2019-2023年营业收入在业务调整后恢复增长



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

从利润端来看，2019年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大幅下滑以及因此公司大额计提相关商誉及无形资产减值准备所致；2021年剔除因转让珍视

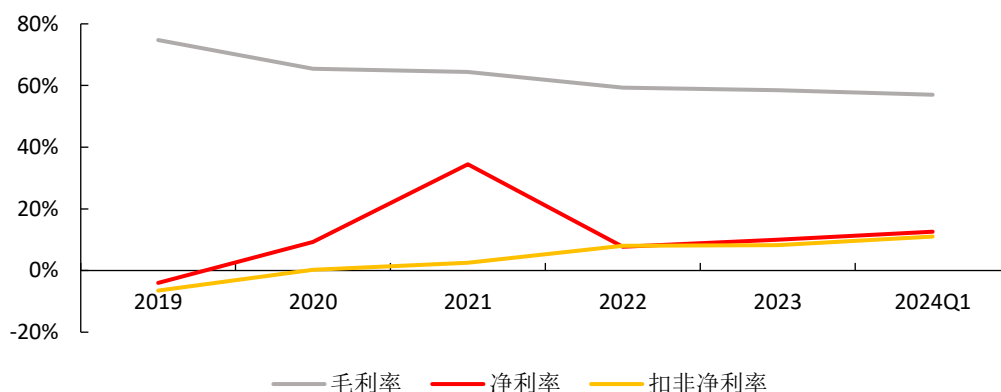
明药业 42%股权确认的相关投资收益和与嘉和生物相关的非经常性损益因素，以及计提的大额资产减值准备影响因素，归母净利润为 5.48 亿元，同口径同比增长 95.97%；2022 年利润下降系珍视明药业出表所致，剔除该因素后，2022 年同比增长 7.16%。2022 年若扣除包括与投资收益相关、与公司所持在香港联交所上市的嘉和生物股份市值变动有关的非经常损益影响后，公司主业盈利增长良好，实现扣非后归母净利润 4.83 亿元，同比增长 205.39%；2023 年公司实现归母净利润 5.92 亿元，增长 65.19%；扣非归母净利润 5.54 亿元，增长 14.6%，利润端逐步恢复稳健增长。

图表6：2019-2023 年归母净利润存在波动

图表7：扣非归母净利润增长逐步向好


资料来源：iFinD、公司公告、中邮证券研究所（调整后归母净利润增速为公司年报剔除影响因素后增速）

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

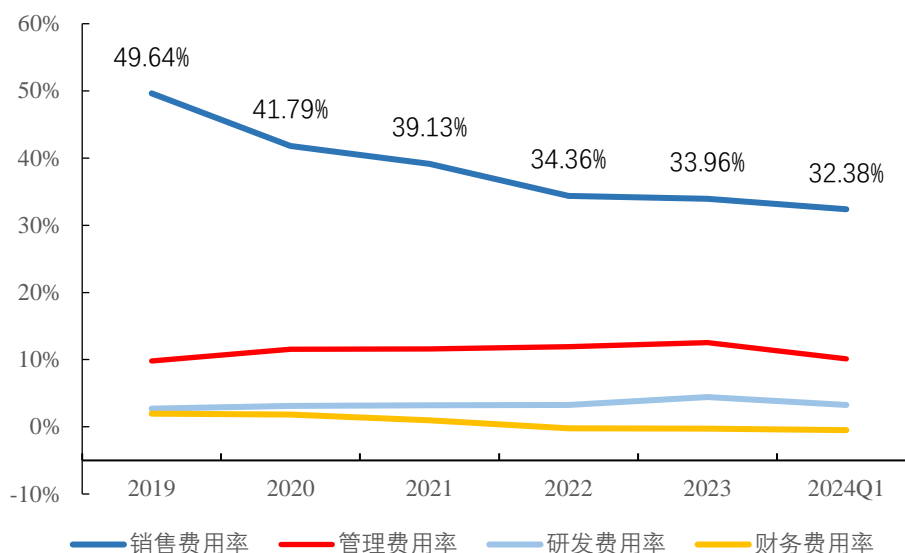
产品结构带来毛利率下滑，扣非净利率持续提升，盈利能力持续增强。2019-2023 年，公司毛利率由 74.75% 下降到 58.48%，主要受前述原因所致的丹参川芎嗪注射液销售量持续下滑影响，且随着公司产品结构调整，毛利率偏低的健康消费品和中药饮片占主营业务收入比重增加。2021 年转让珍视明股权导致净利率波动，2019-2023 年扣非净利率持续提升，盈利能力持续增强。

图表8：扣非净利率持续提升，盈利能力持续增强


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

从费用端来看，2019-2023 年公司销售费用率逐年下降，主要得益于公司推进大品牌大品种工程带来收入增加，同时通过专业化学术推广加强营销费用管控；管理费用率略有上升是由于实行股权激励计划增加股份支付费用导致；研发费用率 2019-2023 年整体呈上升趋势，为公司持续加大研发投入所致；财务费用率呈减少趋势主要源于公司综合融资成本下降，利息费用减少。

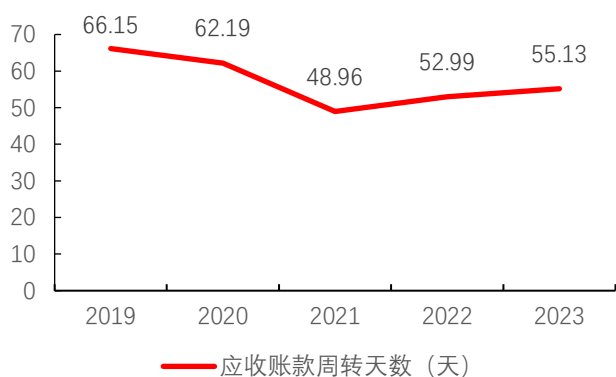
图表9：2019-2023 年销售费用率逐年下降



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

从营运能力来看，2019-2021 年公司应收账款周转天数由 66.15 天下降至 48.96 天，主要原因是公司在疫情下控制经营风险，加快货物流转速度，催收货款。2019-2023 年存货周转天数呈下降趋势，主要原因是公司提高存货管理效率，避免占用现金流。

图表10：2019-2023 年应收账款周转天数由降转升



图表11：2019-2023 年存货周转天数呈下降趋势



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2 持续深化混改，优化资产结构聚焦核心主业

康恩贝为浙江省国资系统第一个实行混合所有制改革方案的企业。2021年7月，康恩贝混改实施方案作为浙江省国资系统第一个深化混合所有制改革的试点方案正式出台。2022年康恩贝混改案例被国务院国资委纳入国企改革三年行动经验交流案例。

公司持续调整优化资源配置，聚焦发展中药大健康产业核心业务。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%股权收购工作以消除同业竞争。2023年3月受让子公司浙江康恩贝健康科技公司剩余20%的股权，实现全资控股；2023年3月完成出资不超过4亿元认购英特集团9.67%股权；同年10月全资子公司金华康恩贝受让康盟投资所持耐司康药业80.58%股权，公司持续推进资源整合协同。

为持续推动中药健康产业平台建设，公司将积极寻求产业链合作及投资并购机会，推进资源整合，有望加速业务扩展和市场布局。通过积极寻找和并购与中药大健康产业契合的优质企业，公司将进一步丰富产品线、增强研发实力、拓展销售渠道，并优化供应链管理。通过与外延并购企业的相互赋能，有望带来业绩的进一步增厚，同时有助于提升整体竞争力，巩固公司中药大健康产业核心业务的发展。

图表12：公司持续调整优化资源配置，聚焦发展中药大健康产业核心业务

收购时间	公司	标的价格	收购股权比例
2020年4月	广州喜鹊医药有限公司	5000万元	5.7%
2022年8月	奥托康科技公司	3558万元	100%
2022年9月	中医药大学饮片公司	2.20亿元	66%
2023年3月	康恩贝健康科技公司	5720万元	20%
2023年4月	英特集团	4.00亿元	9.67%
2023年10月	耐司康药业	1.83亿元	80.58%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

公司坚定聚焦核心业务，致力于优化资产结构，通过一系列举措剥离低效无效资产。公司在2021年10月转让了兰信小贷公司30%的股权，同年12月，转让珍视明药业42%的股权。2022年，公司继续推进低效无效资产的处置，先后处理了大晶眼健康、迪耳药业、邳州众康等公司的股权。同年11月，公司通过公开挂牌的方式转让了贵州拜特的部分土地使用权和厂房等资产。2024年2月，公司再次完成了对上海可得网络公司20%股权的公开挂牌转让。资产结构持续优化，进一步清晰了公司业务的发展主线，同时也降低了经营的不稳定性。

图表13：公司坚定聚焦核心业务，致力于优化资产结构，通过一系列举措剥离非主业资产

时间	公司	标的价格	转让股份比例
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%
2021年10月	兰信小贷公司	5337万元	30%
2021年12月	江西珍视明药业	16.8亿元	42%
2022年1月	大晶眼健康	100万元	19.6%
2022年3月	浙江迪耳药业	3577万元	25%
2022年7月	邳州众康	40万元	51%
2022年11月	贵州拜特制药	1.21亿元	-

2023年7月	江西珍视明药业	2.9亿元	7.84%
2024年2月	上海可得网络科技(集团)有限公司	2600万元	20%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

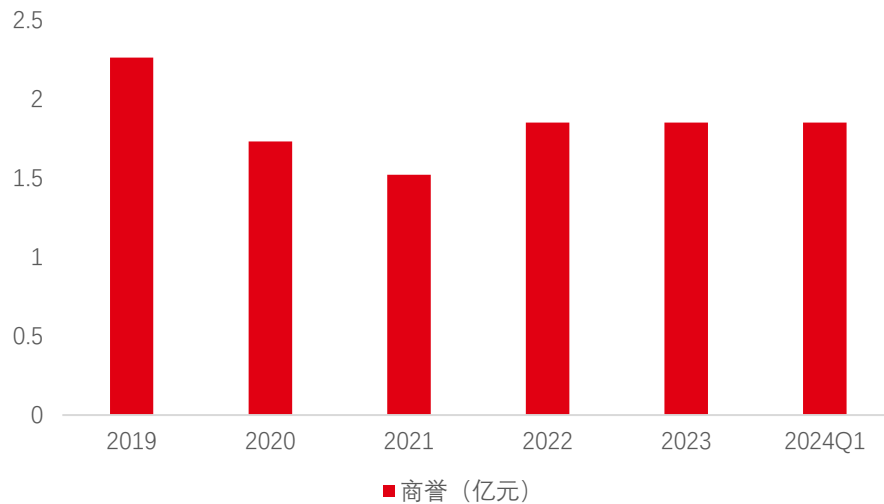
商誉减值风险基本消化。2019-2021年，公司业绩由于商誉计提减值损失出现波动，自2022年起公司商誉维持稳定在1.8亿元，当前商誉对应资产内蒙古康恩贝经营稳健，我们预计后续商誉减值风险较低。

图表14：公司商誉减值风险基本消化

时间	商誉减值项目	商誉计提减值损失（亿元）	商誉减值原因
2019	贵州拜特公司	6.87	因受2019年下半年国家有关重点监控合理用药药品目录出台和医保目录调整等政策影响，贵州拜特公司核心产品丹参川芎嗪注射液市场销售量和收入出现较大幅度下滑。
2020	贵州拜特公司	0.53	对贵州拜特公司商誉计提减值准备0.53亿元。
2021	珍视明药业公司	0.21	转让珍视明药业公司42%股权，转让完成后，丧失了对珍视明药业公司的控制权，转出原购买时形成的商誉0.21亿元。
2022	--	-0.33	报表统计口径改变造成的商誉变化。

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表15：自2022年起公司商誉维持稳定



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表16：2023 年底公司商誉对应资产

子公司	商誉账面原值期末余额(单位：元)
内蒙古康恩贝公司	144,550,614.12
中医药大学饮片公司	33,135,416.01
江西天施康公司	5,989,488.13
上海康恩贝公司	998,822.90
康宏商贸公司	48,559.89
合计	184,722,901.05

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

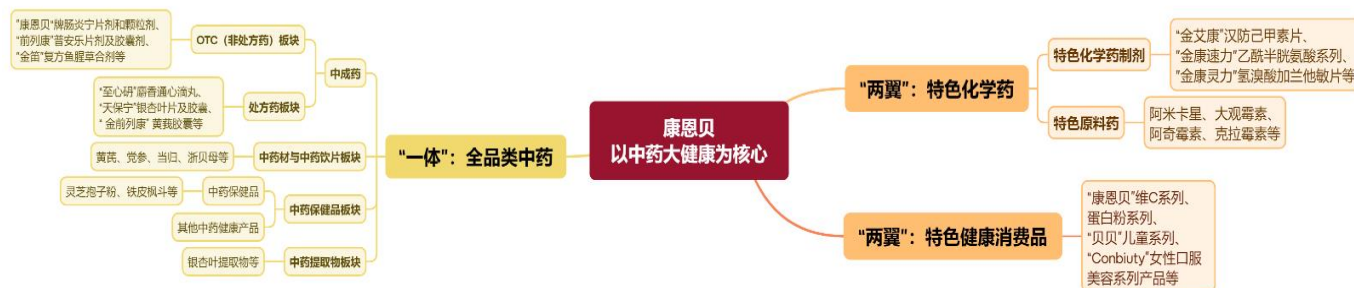
3 主营业务：专注中药大健康领域，聚焦推进大品牌大品种工程，“一体两翼”驱动成长

3.1 专注中药大健康领域，聚焦推进大品牌大品种工程，“一体两翼”驱动成长

公司专注医药健康主业，以中药大健康为核心业务的产业发展战略，聚焦推进大品牌大品种工程，形成了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”业务体系。

分板块来看，2023 年，公司全品类中药业务实现收入 36.25 亿元，同比增长 16.60%；特色化学药业务实现收入 23.91 亿元，同比增长 2.98%；特色健康消费品业务实现收入 5.80 亿元，同比增长 21.28%。

公司持续推进大品牌大品种工程。2017 年公司启动大品牌大品种工程，通过完善品牌系统化布局、聚焦品牌核心价值，推动公司核心潜力品种持续增长。2022 年公司销售过亿元品种共有 15 个，2023 年销售过亿品种 17 个。截至 2023 年，公司共计有 60 余个产品被列入《国家基本药物目录》（2018 版），160 余个品种被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（2023 版），具有“三独”（独家品种、独家剂型、独家规格）特色的产品近 100 个。目前国内仅康恩贝（不含参股公司）拥有生产批文的品种有 54 个，包括 46 个中成药、8 个化学药。2024 年，公司将扎实推进大品牌大品种工程，焕新做大老品牌，创新培育新品牌。建优大品牌大品种产品矩阵，除继续夯实康恩贝肠炎宁系列 10 亿级销售规模外，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。

图表17：专注中药大健康领域，聚焦推进大品牌大品种工程，“一体两翼”驱动成长


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

（一）全品类中药：包括中成药、中药材与中药饮片、中药保健品及中药提取物等业务。中成药板块包括中药 OTC 及中药处方药业务。**2023 年全品类中药业务实现收入 36.25 亿元，同比增长 16.60%。**

（1）中成药——OTC（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。中药 OTC 业务以消化、呼吸和泌尿系统用药为主，产品包括“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。

（2）中成药——处方药板块：以心脑血管和泌尿系统等老年慢病用药为主，包括“至心研”麝香通心滴丸、“天保宁”银杏叶片及胶囊、“金前列康”黄莪胶囊等知名产品。

（3）中药材与中药饮片板块：主要包括医院终端饮片和药材调拨业务，经营品种数量 800 余种，重点产品包括黄芪、党参、当归和浙贝母等。

（4）中药保健品板块：主要包括中药保健品和其它中药健康产品业务，重点产品包括灵芝孢子粉、铁皮枫斗等。

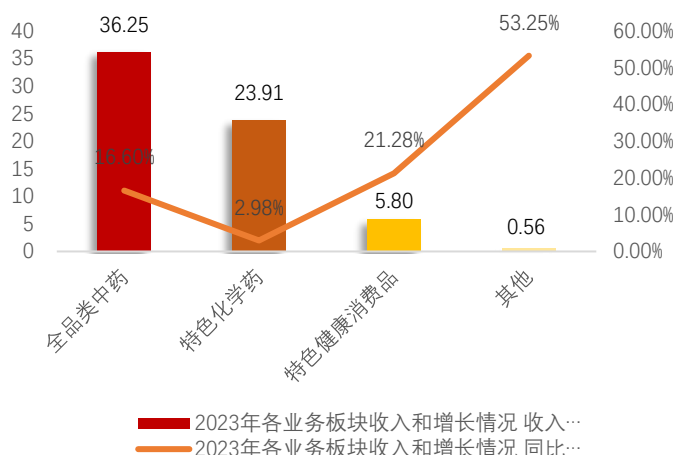
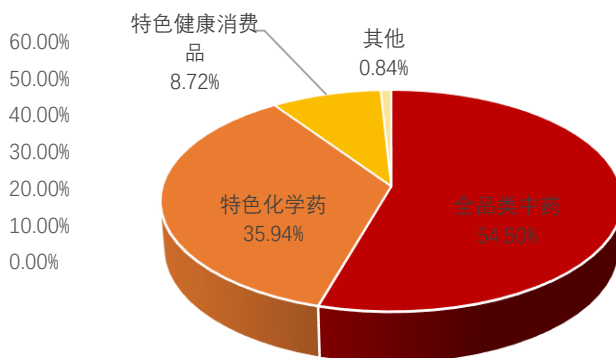
（5）中药提取物板块：主要包括银杏叶提取物等相关业务。

（二）特色化学药：特色化学药板块主要包括特色化学药制剂及原料药业务。其中特色化学药制剂业务以慢阻肺抗肺纤维化、抗风湿疼痛及神经退行性疾病等中老年慢病用药为主。**2023 年特色化学药业务实现收入 23.91 亿元，同比增长 2.98%。**主要包括特色化学药制剂及原料药业务。

（1）特色化学药制剂业务：以慢阻肺抗肺纤维化、抗风湿疼痛及神经退行性疾病等中老年慢病用药为主，重点产品包括“金艾康” 汉防己甲素片、“金康速力” 乙酰半胱氨酸系列及“金康灵力” 氢溴酸加兰他敏片等。

（2）特色原料药业务：以抗生素原料药为主，重点产品包括阿米卡星、大观霉素、阿奇霉素及克拉霉素等。

（三）特色健康消费品：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。**2023 年特色健康消费品业务实现收入 5.80 亿元，同比增长 21.28%。**

图表18：2023年康恩贝各大板块增速（单位：亿元）

图表19：2023年板块营收占比


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

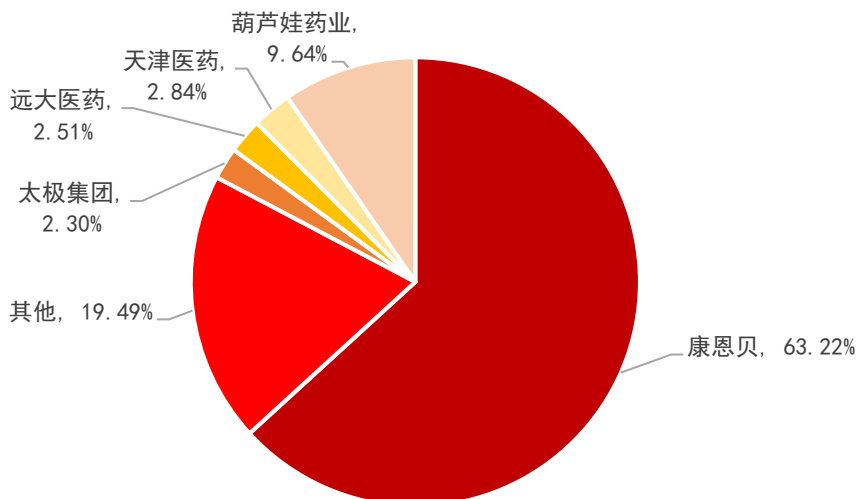
资料来源：公司公告、中邮证券研究所

3.2 全品类中药

3.2.1 肠炎宁系列：十亿级产品，品牌优势突出

品牌优势持续发力。作为国内中成药肠道用药市场排名第一的龙头产品，“康恩贝”肠炎宁持续夯实“止泻消肠炎”的品牌定位，积极拓展“旅行带上肠炎宁”等应用场景，市场份额扩增近一倍。“康恩贝”牌肠炎宁系列产品围绕肠道菌群、肠易激综合征、肠道粘膜修复等领域开展了多项临床医学研究，积极拓展医疗市场，并已取得一定市场规模。

肠炎宁系列销售收入稳步攀高。从2019年至2020年，肠炎宁系列成功跃进十亿级产品梯队。2023年销售收入再创新高达到12.8亿元。

图表20：2023年中成药肠道用药TOP5集团


资料来源：米内网、中邮证券研究所

图表21：康恩贝肠炎宁系列 2022 年突破 10 亿级体量，稳步攀高（单位：亿元）



资料来源：公司公告、中邮证券研究所（注：2020 年营收、yoy 及 2022-2023 年营收依据公司公告数据进行测算）

(1) 肠炎宁片剂

肠炎宁龙头地位显著，市占率多年稳居榜首。公司核心产品康恩贝肠炎宁片是公司独家剂型产品，多年在肠道用药市场上蝉联榜首，市场份额由 2016 年的 35.2% 持续提升至 2023 年的 63.22%。此外，康恩贝肠炎宁片亦获得海外市场认可，2023 年出口业务开始实质性推进，首次出口到印尼市场。

肠炎宁片剂销售额持续走高，呈快速增长态势。据公司财报，2022 年康恩贝肠炎宁系列首次突破 10 亿元，2023 年销售收入近 13 亿，同比增长 28%。米内网数据显示，近年来肠炎宁片在中国城市实体药店终端的销售额均以双位数的增速持续上涨，2017-2013 年复合增长率 15%，保持较快增长。

图表22：2023H1 中国城市实体药店终端销售额超 5 亿元的独家中成药

排名	药品名称	企业简称	销售额	医保情况	OTC 分类
1	肠炎宁片	江西康恩贝中药	9 亿+	国家医保（乙）	甲类（双跨）
2	片仔癀	漳州片仔癀药业	8 亿+	非医保	甲类（双跨）
3	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈菴总厂	8 亿+	非医保	甲类（双跨）
4	连花清瘟胶囊	以岭药业	6 亿+	国家医保（甲）	甲类
5	急支糖浆	太极集团	6 亿+	国家医保（乙）	甲类（双跨）
6	舒筋健腰丸	广州白云山陈李济药厂	6 亿+	非医保	甲类（双跨）
7	复方阿胶浆	东阿阿胶	5 亿+	国家医保（乙）	乙类（双跨）

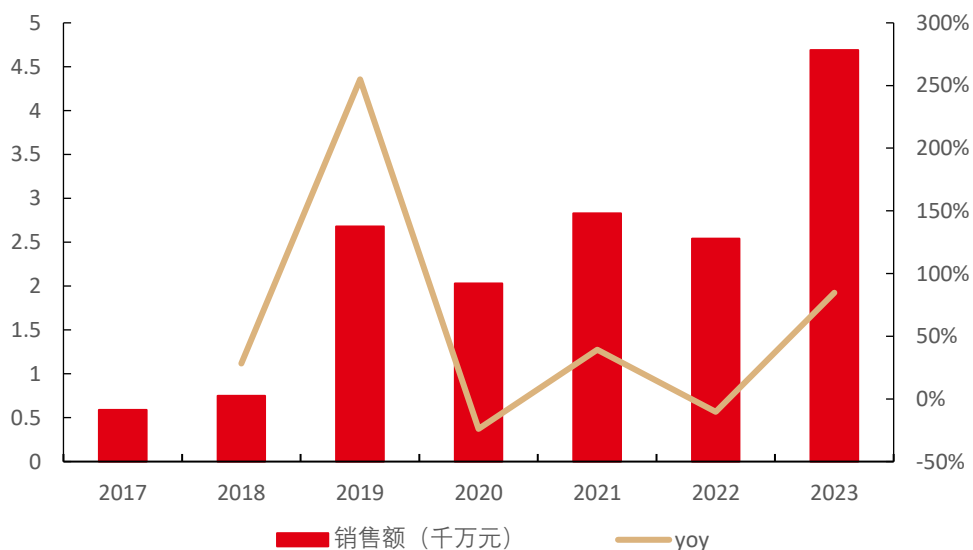
资料来源：米内网、中邮证券研究所

图表23：2020年-2023年中国城市零售药店终端肠炎宁片销售情况（单位：万元）


资料来源：米内网、中邮证券研究所

(2) 肠炎宁颗粒剂

肠炎宁颗粒剂成长迅速，有望进一步打开院内市场。围绕胃肠道用药的发展，公司致力于开发新品种、引进新剂型，并全面拓展医学及海外市场。其中，肠炎宁的颗粒剂型作为公司医学线的重点产品，已经在医院市场取得了巨大成功，销售规模已超过亿元。不仅有效提升了“康恩贝”肠炎宁系列的增长潜力，还进一步巩固了公司在胃肠道健康领域的优势地位。

图表24：肠炎宁颗粒剂 2017-2023年零售终端销售额


资料来源：中康数据库、中邮证券研究所

3.2.2 前列康系列：优势品种，稳步构建品牌矩阵

“前列康”市场竞争优势日渐凸显。公司的“前列康”普乐安片/胶囊是全球第一款以油菜花粉为原料治疗前列腺增生的药物。“前列康”品牌通过30余年的发展，已成为前列腺疾

病用药品类的优势品种。目前，公司“前列康”普乐安系列产品占零售市场前列腺疾病口服中成药份额约 25%，是该市场第一品牌。

“前列康”系列覆盖全品类，品牌矩阵得以巩固。近年来，围绕患者在泌尿健康领域的治疗、养护、保健和预防等需求，“前列康”品牌逐步构建起全品类产品矩阵，覆盖药品、保健食品、食品、医疗器械等类目，多方面满足消费者的健康需求，进一步构建产品护城河，夯实“前列康”在前列腺品类的专业化品牌地位。公司对“前列康”系列产品和特色中成药、指南一级推荐化学药进行组合，形成了一套中西医结合的快治慢养方案，深受广大医生和患者的认可，推动形成大品牌集群。

3.2.3 “金笛”复方鱼腥草合剂：重点储备品种，有望重回增长快车道

“金笛”系列位居清热解毒中成药前列。“金笛”复方鱼腥草自 2017 年上市以来，疗效受到多方认可，连续多年入选“中国医药·品牌榜”新锐品牌，被评为首批“浙产名药”和“浙江精品制造”，并被列入浙江省医药重点储备品种。在 2023 年 H1 中国城市实体药店终端清热解毒中成药品牌 TOP20 中，“金笛”在清热解毒口服药市场排名由原来的第 11 位上升至第 4 位。中康数据库数据显示，“金笛”复方鱼腥草在零售终端的销售额从 2017 年的 1.6 亿元持续上行，疫情三年期间因感冒药类目品种受到管控，该类产品销售有所放缓。近几年，“金笛”复方鱼腥草合剂作为清热解毒中成药，因贴近市场需求已逐步实现恢复增长。

“金笛”系列产品逐渐丰富，业绩预期进一步增长。近年来，康恩贝聚力拓展产品新市场，在发现国内药品市场儿童中成药偏少现状后，“金笛”积极开展有关儿童用药研究，布局开发儿童感冒用药市场。同时，公司着手复方鱼腥草滴丸等新剂型的上市，并积极推进清喉咽含片等相关咽喉系列产品的批准上市，“金笛”系列业绩有望取得进一步增长。

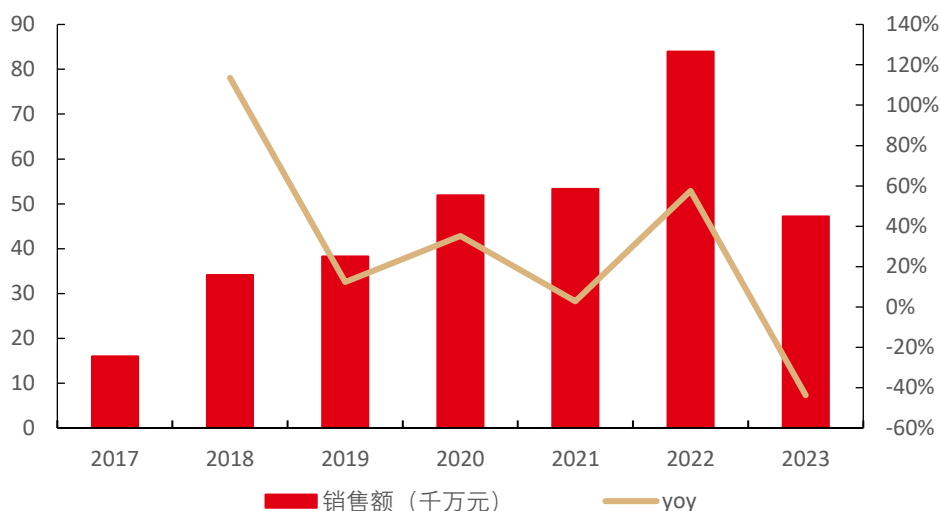
图表25：2023年H1“金笛”在清热解毒口服药市场排名上升至第4位

排名	产品名称	企业简称	销售额（亿元）	增长率
1	蓝芩口服液	扬子江药业集团	4.07	44.66%
2	蒲地蓝消炎口服液	济川药业集团	3.77	53.83%
3	板蓝根颗粒	白云山和记黄埔中药	2.30	-1.19%
4	复方鱼腥草合剂	浙江康恩贝中药	1.53	1.21%
5	蒲地蓝消炎片	云南白药集团	1.45	14.85%
6	穿心莲内酯滴丸	天士力医药集团	1.38	13.02%
7	金银花口服液	真奥金银花药业	1.33	24.57%
8	银黄滴丸	浙江维康药业	1.20	-11.46%
9	金银花露	葵花药业（襄阳）隆中	1.00	13.99%
10	复方板蓝根颗粒	白云山和记黄埔中药	0.89	0.15%
11	京制牛黄解毒片	北京同仁堂科技制药	0.80	24.17%
12	复方一枝黄花喷雾剂	贵州百灵企业集团制药	0.57	1.07%
13	二丁颗粒	修正药业长春高新制药	0.52	-15.55%
14	百蕊颗粒	安徽九华华源药业	0.51	37.14%
15	板蓝根糖浆	李时珍医药集团	0.48	21.31%
16	夏枯草膏	李时珍医药集团	0.48	-13.62%
17	清火胶囊	江西药都仁和制药	0.41	-4.63%

18	复方金银花颗粒	修正药业长春高新制药	0.41	6.37%
19	黄连上清片	云南白药集团	0.40	10.57%
20	板蓝根颗粒	广东恒诚制药	0.38	110.04%

资料来源：米内网、中邮证券研究所

图表26：“金笛”复方鱼腥草合剂 2017-2023 年零售终端销售额



资料来源：中康数据库、中邮证券研究所

3.2.4 “至心研”麝香通心滴丸：中药二级保护品种，实现稳步增长

“至心研”临床价值高，公司积极开展新版基本药物目录准入相关工作，为拓展增量市场打开通路。“至心研”麝香通心滴丸作为国家中医药管理局推荐的“100 个疗效独特中药品种”和国家二级保护品种，为心脑血管疾病中成药市场 TOP 8 药品。近年来，公司高度重视麝香通心滴丸的循证学研究，持续加大相关投入。目前产品已拥有多项高级别循证学证据，在心绞痛、心肌梗死、冠脉微血管疾病及心力衰竭等心血管领域进入 20 部临床指南和专家共识。

《麝香通心滴丸快速改善冠脉慢血流多中心 RCT》研究结果摘要被《美国心脏病学会杂志》收录（影响因子 27.206），在改善冠状动脉微循环障碍方面有明显的疗效优势，弥补了冠心病痰热瘀阻证中成药治疗的空白。基于产品的临床价值，公司也在积极开展“至心研”新版基本药物目录准入相关工作。

“至心研”销售规模逐年上升。据米内网数据，2017 年以来，“至心研”麝香通心滴丸已实现年营收翻番的良好成绩，2022 年麝香通心滴丸的销售额 2.4 亿元。麝香通心滴丸近年在中国公立医疗机构终端销售额稳步增长，2023 年上半年同比增长超过 20%。

图表27：2019-2022年麝香通心滴丸在中国三大终端六大市场的销售趋势（单位：万元）



资料来源：米内网、中邮证券研究所

3.3 特色化学药

3.3.1 “金艾康”汉防己甲素片：进入多个专家共识和诊疗指南，二次开发有望进一步开拓市场

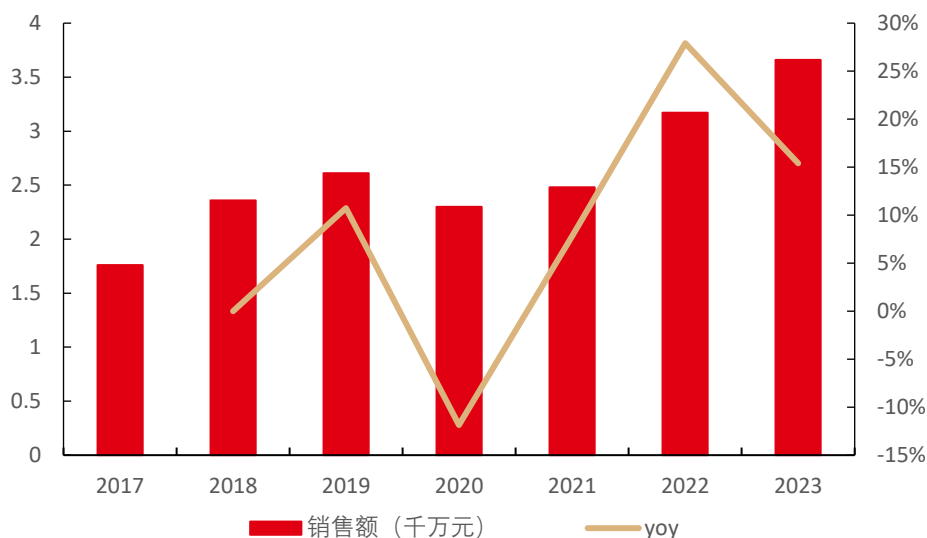
“金艾康”汉防己甲素片作为国内自主研发的中药源小分子药物，在慢性疼痛及尘肺病市场占据较高地位，也是《尘肺病治疗中国专家共识（2018版）》唯一推荐的尘肺病抗肺纤维化治疗药物，目前已进入《中国慢性创伤后疼痛诊疗指南》（2023版）等多个指南共识，并立足于老年人高发的神经病理性疼痛进行二次开发，探索新的市场。

据公司年报，2023年“金艾康”汉防己甲素片市场销售规模近3亿元，位居“非甾体抗炎和抗风湿用药市场”前列。

3.3.2 “金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片：新剂型有望加快拓展OTC市场

“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片随着国家对慢病管理的日益重视，聚焦慢阻肺市场，产品品牌认知度和用户粘性不断提升。2020年“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片被调入国家医保目录，加大基层市场的覆盖。2022年11月，公司乙酰半胱氨酸颗粒获药品注册证书，并于2023年中选国家第九批药品集中采购，随着2024年3月第九批国采中选结果执行落地，该产品开始放量销售。公司通过多剂型开发满足不同患者的用药需求，助力终端销售的进一步增长。

据公司年报数据，2023年“金康速力”销售收入同比增长16%。中康数据库数据显示，2021年起“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片零售终端市场销售呈持续增长趋势。

图表28：“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片 2017-2023 年零售终端销售额


资料来源：中康数据库、中邮证券研究所

3.3.3 “金康灵力”牌氢溴酸加兰他敏片：

“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，作为重点培育产品，通过持续针对性的学术推广，临床效果逐渐被专家和患者认可，公司年报显示 2023 年销售收入同比增长 55%。

3.4 特色健康消费品

特色健康消费品板块以营养补充剂等线上业务为主，产品种类包括保健及功能性食品等，重点产品有“康恩贝”VC 系列、蛋白粉、“贝贝”儿童系列及“Conbiuty”女性口服美容系列产品等。2023 年 VC 系列及蛋白粉年销售收入均已超亿元，相关产品 SKU 长期位居淘宝、天猫等互联网平台相关类目第一。此外，康恩贝牌健康产品通过有序推进产品的迭代升级，加快新品牌新产品开发和重点产品的推广，2023 年销售收入继续保持稳定增长，同比增长 21%。

图表29：特色健康消费品重点产品

	康恩贝牌维生素 C 咀嚼片
	康恩贝牌维生素 C 泡腾片

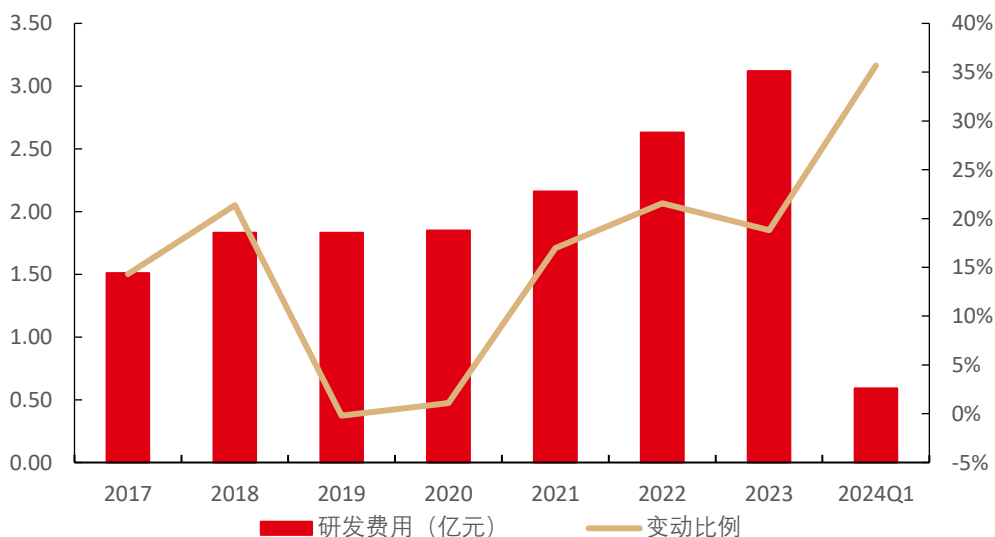
	<p>康恩贝牌金罐“好及施”蛋白粉</p>
	<p>长兴牌蛋白粉</p>

资料来源：公司官网、中邮证券研究所

3.5 重视研发投入，产品研发扎实推进，新产品成长潜力大

公司重视研发投入，创新成果逐步落地，积极推进大品牌大品种产品二次开发工作，储备研发项目蓄力未来成长。2023年，公司整体研发投入3.12亿元，同比增长18.80%，占全年工业营收的比例达5.29%。新立项57个研发项目，为产品梯队建设打好前端基础。在中药创新药领域，公司申报受理中药2.1类改良型创新药清喉咽含片药品注册，获批中药1.2类新药洋常春藤叶提取物及口服液临床批件；在特色化学药领域，获得利培酮口服溶液药品注册批件，注射用阿奇霉素、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠一致性评价批件。公司扎实推进大品牌大品种产品二次开发工作，已基本完成普乐安片及其提取物药效作用研究，完成麝香通心滴丸治疗慢性稳定性心绞痛RCT研究全部病例入组。此外，麝香通心滴丸、洛索洛芬钠贴、氟比洛芬贴剂、吸入用吡非尼酮溶液等品种研发进度进展较快，为后续成长蓄力。

图表30：2017年-2024年Q1公司研发费用及变动比例情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表31：公司积极推进大品牌大品种产品二次开发工作（更新至2023年）

研发项目	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否是处方药	是否属于中药保护品种(如涉及)	研发(注册)所处阶段
肠炎宁系列二次开发	肠炎宁	中药	用于急、慢性胃肠炎、腹泻、细菌性痢疾、小儿消化不良。	否	否	上市后临床试验
复方鱼腥草合剂拓展适应人群(儿童)临床项目	复方鱼腥草合剂	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	否	补充申请审评
复方鱼腥草滴丸二次开发	复方鱼腥草滴丸	中药	清热解毒。用于外感风热所致的急喉痹、急乳蛾，症见咽部红肿、咽痛；急性咽炎、急性扁桃体炎见上述证候者。	否	否	基础研究及工艺质量提升
血康制剂二次开发	血康制剂	中药	活血化瘀，消肿散结，凉血止血。用于血热妄行，皮肤紫斑；原发性及继发性血小板减少性紫癜。	否	否	基础研究及工艺质量提升
普乐安制剂的二次开发	普乐安	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	否	基础研究及工艺质量提升

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表32：公司主要研发项目，为未来成长蓄力（截至2023年底）

研发项目(含一致性评价项目)	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种(如涉及)	研发(注册)所处阶段
EVT-401片	EVT-401片	化药1类	拟用于中重度活动性类风湿关节炎的治疗。	是	否	I期临床
吸入用吡非尼酮溶液	吸入用吡非尼酮溶液	化药2.2类	用于特发性肺间质纤维化	否	否	I期临床
JK003	JK003	化药2.4类	抗矽肺纤维化	否	否	II期临床
洋常春藤叶提取物及其口服液开发	洋常春藤叶提取物及其口服液	中药1.2类	拟用于治疗急性气管-支气管炎引起的咳嗽、痰多。	是	否	取得药物临床试验批准通知书
清喉咽含片	清喉咽含片	中药2.1类	用于阴虚燥热、火毒内蕴所致的咽部肿痛、咽干少津、喉核肿大；急性扁桃体炎、咽峡炎见上述证候者	是	否	注册审评
ZY13	ZY13	中药1.2类	拟用于治疗老年性黄斑变性	是	否	临床前研究
TFA003	TFA003	中药2.3类	拟用于治疗糖尿病肾病	是	否	临床前研究
麝香通心滴丸增加治疗慢性心衰适应症研究	麝香通心滴丸	中药2.3类	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。	否	是	临床前研究
富马酸伏诺拉生片开发	富马酸伏诺拉生片	化药4类	反流性食管炎	是	否	注册审评
吸入用乙酰半胱氨酸溶液开发	吸入用乙酰半胱氨酸溶液	化药4类	治疗浓稠粘液分泌物过多的呼吸道疾病如：急性支气管炎、慢性支气管	是	否	注册审评

			炎及其病情恶化者、肺气肿、粘稠物阻塞症以及支气管扩张症。			
培哚普利氨氯地平片(III)开发	培哚普利氨氯地平片(III)	化药 4 类	高血压	是	否	注册审评
替米沙坦氨氯地平片	替米沙坦氨氯地平片	化药 4 类	治疗原发性高血压。	是	否	注册审评
洛索洛芬钠贴剂仿制药开发	洛索洛芬钠贴剂	化药	用于骨关节炎, 肌肉痛, 外伤导致肿胀疼痛的消炎和镇痛。	是	否	中试阶段
氟比洛芬贴剂仿制药研究	氟比洛芬贴剂	化药	用于骨关节炎, 肌肉痛, 外伤导致肿胀疼痛的消炎和镇痛。	是	否	中试阶段

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

黄蜀葵花口腔贴片被纳入国家医保目录，放量潜力大。黄蜀葵花总黄酮是从黄蜀葵中中提取的有效成分，有“嫩黄金”之称，制剂运用了世界先进的单向释药双层贴片技术制成口腔贴片，主要是用于心脾积热所致轻型复发性口腔溃疡。2024年4月28日，公司“葵适达”黄蜀葵花总黄酮口腔贴片上市，为1.2类中药创新药，先后获得7项国家级发明专利，为国内首个中药双层口腔贴片。该产品通过谈判已经被纳入2023年国家医保目录，填补了中药领域双层口腔贴片剂型的空白，产品未来放量潜力大。

4 盈利预测及投资建议

关键假设：

全品类中药：在强大的品牌力下，公司有望继续夯实康恩贝肠炎宁系列10亿级销售规模，扩大肠炎宁颗粒在医院市场拓展，金笛品类加快滴丸剂型上市、小儿金笛快速拓展，清喉咽含片上市开拓，重点开展麝香通心滴丸进入新版基药目录，加快中药饮片上量，全品类中药板块有望保持较快增长，预计2024~2026年营收增速分别为12%/12%/12%。

特色化学药：公司积极开展具有临床治疗价值的大品牌大品种产品市场准入能力提升行动，金康速力基层市场的覆盖，重点汉防己甲素片等品种新版基本药物目录准入相关工作，加大循证医学证据研究和学术化专业推广，为拓展增量市场打开通路，预计特色化学药维持稳健增长，预计2024~2026年营收增速分别为10%/10%/10%。

特色健康消费品：公司积极推进消费品线上销售，通过有序推进产品的迭代升级，加快新品牌新产品开发和重点产品的推广，板块处于快速增长期，预计2024~2026年营收增速分别为24%/15%/14%。

我们预计公司2024-2026年营收分别为75.56、84.33、94.00亿元，归母净利润分别为8.07、9.02、10.63亿元，当前股价对应PE分别为14.7、13.1、11.2倍。

我们选取了同为中药赛道的云南白药、昆药集团、华润三九、太极集团作为对比公司，预计2024-2026年公司估值与同类公司相比有一定优势，公司持续落实国企混改，持续推进大品牌大品种工程及科技创新驱动发展工程两大项目，进一步优化产品、业务和资产结构，成长空间大，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表33：公司估值与同类公司相比具备性价比

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000538.SZ	云南白药	51.41	36.41%	11.71%	9.76%	9.22%	21.57	20.06	18.28	16.73
600422.SH	昆药集团	18.08	16.05%	39.22%	25.05%	22.00%	35.56	22.11	17.68	14.49
000999.SZ	华润三九	42.80	16.50%	16.42%	14.31%	13.84%	17.23	16.55	14.48	12.72
600129.SH	太极集团	31.17	131.99%	33.03%	26.43%	21.95%	31.47	15.87	12.55	10.29
	平均		26.46%	25.10%	18.89%	16.75%	26.46	18.65	15.75	13.56
600572.SH	康恩贝	4.62	65.19%	36.44%	11.81%	17.80%	22.55	16.53	14.78	12.55

资料来源：iFind、中邮证券研究所（注：除康恩贝外，参比公司的盈利预测来自 iFind 一致预期；股价为 6 月 25 日收盘价）

5 风险提示

产品推广不及预期风险；市场竞争加剧风险；药品研发失败风险。

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
利润表					成长能力				
营业收入	6733	7556	8433	9400	营业收入	12.2%	12.2%	11.6%	11.5%
营业成本	2796	3123	3457	3817	营业利润	30.8%	41.6%	15.8%	12.6%
税金及附加	85	93	105	117	归属于母公司净利润	65.2%	36.4%	11.8%	17.8%
销售费用	2287	2566	2855	3179	获利能力				
管理费用	546	612	677	757	毛利率	58.5%	58.7%	59.0%	59.4%
研发费用	298	302	329	386	净利率	8.8%	10.7%	10.7%	11.3%
财务费用	-19	0	0	0	ROE	8.4%	10.5%	10.5%	11.0%
资产减值损失	-58	16	47	19	ROIC	8.4%	10.2%	10.6%	10.9%
营业利润	788	1116	1292	1455	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	34.6%	32.5%	31.4%	29.8%
营业外支出	22	0	0	0	流动比率	1.82	1.93	2.06	2.24
利润总额	768	1116	1292	1455	营运能力				
所得税	93	185	218	221	应收账款周转率	6.53	6.60	6.67	6.58
净利润	675	931	1074	1234	存货周转率	5.47	5.52	5.62	5.58
归母净利润	592	807	902	1063	总资产周转率	0.61	0.65	0.66	0.66
每股收益(元)	0.23	0.31	0.35	0.41	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.23	0.31	0.35	0.41
货币资金	2570	2617	3173	3885	每股净资产	2.74	3.00	3.35	3.76
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1109	1181	1349	1507	PE	20.07	14.71	13.16	11.17
预付款项	41	63	73	71	PB	1.69	1.54	1.38	1.23
存货	1333	1404	1600	1767	现金流量表				
流动资产合计	5775	6178	7192	8307	净利润	675	931	1074	1234
固定资产	2807	2873	3054	3167	折旧和摊销	333	243	279	315
在建工程	238	268	298	328	营运资本变动	-131	-260	-104	-128
无形资产	355	348	350	336	其他	22	-107	-180	-167
非流动资产合计	5463	5869	6223	6557	经营活动现金流净额	899	808	1068	1254
资产总计	11238	12047	13415	14864	资本开支	-113	-276	-396	-371
短期借款	648	588	528	468	其他	-176	-263	-57	-111
应付票据及应付账款	820	831	941	1058	投资活动现金流净额	-289	-539	-452	-482
其他流动负债	1705	1785	2029	2187	股权融资	0	-150	0	0
流动负债合计	3173	3204	3498	3713	债务融资	45	-64	-60	-60
其他	716	713	713	713	其他	-764	-7	0	0
非流动负债合计	716	713	713	713	筹资活动现金流净额	-719	-221	-60	-60
负债合计	3889	3917	4211	4426	现金及现金等价物净增加额	-107	47	556	712
股本	2570	2570	2570	2570					
资本公积金	210	218	218	218					
未分配利润	3640	4326	5094	5997					
少数股东权益	309	433	604	775					
其他	620	584	719	878					
所有者权益合计	7350	8131	9204	10438					
负债和所有者权益总计	11238	12047	13415	14864					

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