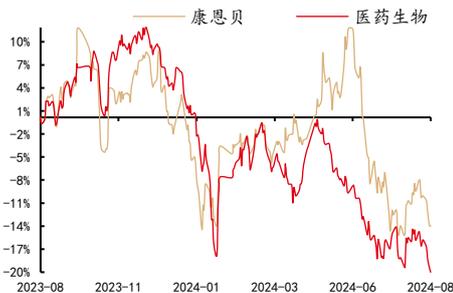


股票投资评级

买入 | 维持

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)	4.18
总股本/流通股本(亿股)	25.70 / 25.63
总市值/流通市值(亿元)	107 / 107
52周内最高/最低价	5.65 / 4.12
资产负债率(%)	34.6%
市盈率	18.17
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)

内部持续提质增效，董事会换届完成持续推进战略落地

● 基于高基数业绩承压，费用率持续优化

公司发布 2024H1 报告：2024H1 公司实现营业收入 34.48 亿元 (-8.40%)，归母净利润 3.82 亿元 (-25.95%)，扣非归母净利润 3.36 亿元 (-19.02%)，经营活动产生的现金流量净额 3.05 亿元 (-30.48%)。经营业绩同比下降主要是 2023H1 消化道用药及呼吸系统用药市场需求激增，2024H1 相关品种市场需求趋于常态，销售收入同比有所减少；以及研发费用同比增加约 4,000 万元，带来经营性利润一定幅度的下降。

分季度来看，2024 年 Q1~Q2 公司分别实现营业收入 18.24 (-14.38%)、16.24 (-0.60%) 亿元，分别实现归母净利润 2.16 (-23.98%)、1.66 (-28.37%) 亿元，分别实现扣非归母净利润 2.01 (-23.57%)、1.35 (-11.11%) 亿元。

从盈利能力来看，2024H1 公司毛利率 54.85% (-7.72pct)，其中全品类中药板块毛利率 53.01% (-11.48pct)，特色化学药板块毛利率 57.40% (-5.77pct)，特色健康消费品板块毛利率 57.95% (+5.75pct)。因中成药、化学药制剂销售收入同比下降以及占营收比重下降的影响，公司全品类中药和特色化学药的毛利率有所下降。2024H1 公司净利率 11.82% (-3.47pct)。

从费用率来看，2024H1 公司销售费用率为 31.66% (-5.45pct)，管理费用率为 7.17% (+0.12pct)，研发费用率为 3.87% (+1.4pct)。财务费用率为 -0.43% (-0.21pct)，提质增效成果显现，费用率持续优化。

● 特色化学药、特色健康消费品板块稳健增长

分板块来看，全品类中药板块 2024H1 实现营收 17.16 亿元 (-17.67%)，其中中成药实现收入 11.31 亿元 (-32.10%)，主要是“康恩贝”牌肠炎宁系列，“金笛”牌复方鱼腥草合剂等消化道用药及呼吸系统用药相关产品 2023H1 市场需求激增，2024H1 市场需求趋于常态影响；中药材与中药饮片实现收入 5.58 亿元 (+41.03%)，主要是大学饮片公司努力加大医院市场拓展，扩大销售区域，新增客户和存量客户市场均有较大增量。

特色化学药板块 2024H1 实现营收 13.50 亿元 (+2.48%)，其中化学药制剂收入 9.81 亿元 (-2.30%)，主要是“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片和布洛芬颗粒等产品市场需求常态化的影响；化学原料药实现收入 3.66 亿元 (+16.91%)。

特色健康消费品板块 2024H1 实现营收 3.16 亿元 (+9.90%)，实现稳健增长。

● 董事会换届完成，持续推进战略实施落地

公司于 2024 年 8 月 16 日完成董事会、监事会的换届选举工作，

已组成公司新一届董事会、监事会。在新一届董事会的领导下，公司将坚持混改赋能，进一步激发内生增长动力，加大外延扩张步伐，力争全面实现年度各项经营目标，为加快打造“一平台两龙头”打牢基础。

● **盈利预测及投资建议**

不考虑外延并购，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 70.14、77.34、85.53 亿元，归母净利润分别为 7.01、7.84、8.81 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15.3、13.7、12.2 倍，维持“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	7014	7734	8553
增长率(%)	12.20	4.18	10.25	10.59
EBITDA（百万元）	1137.45	1212.02	1401.09	1520.99
归属母公司净利润（百万元）	591.57	700.56	784.12	881.38
增长率(%)	65.19	18.42	11.93	12.40
EPS（元/股）	0.23	0.27	0.31	0.34
市盈率（P/E）	18.16	15.33	13.70	12.19
市净率（P/B）	1.53	1.42	1.28	1.16
EV/EBITDA	10.06	7.53	6.16	5.29

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

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	7014	7734	8553	营业收入	12.2%	4.2%	10.3%	10.6%
营业成本	2796	2943	3219	3527	营业利润	30.8%	22.9%	15.9%	7.5%
税金及附加	85	87	96	107	归属于母公司净利润	65.2%	18.4%	11.9%	12.4%
销售费用	2287	2356	2595	2882	获利能力				
管理费用	546	568	626	693	毛利率	58.5%	58.0%	58.4%	58.8%
研发费用	298	325	340	385	净利率	8.8%	10.0%	10.1%	10.3%
财务费用	-19	0	0	0	ROE	8.4%	9.2%	9.4%	9.5%
资产减值损失	-58	16	47	19	ROIC	8.4%	9.0%	9.5%	9.5%
营业利润	788	969	1122	1206	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	34.6%	32.1%	31.0%	29.6%
营业外支出	22	0	0	0	流动比率	1.82	1.93	2.04	2.18
利润总额	768	969	1122	1206	营运能力				
所得税	93	160	190	183	应收账款周转率	6.53	6.36	6.63	6.56
净利润	675	808	933	1023	存货周转率	5.47	5.28	5.50	5.48
归母净利润	592	701	784	881	总资产周转率	0.61	0.61	0.62	0.63
每股收益(元)	0.23	0.27	0.31	0.34	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.23	0.27	0.31	0.34
货币资金	2570	2589	3027	3551	每股净资产	2.74	2.95	3.26	3.60
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	1097	1237	1371	PE	18.16	15.33	13.70	12.19
预付款项	41	60	68	66	PB	1.53	1.42	1.28	1.16
存货	1333	1322	1490	1633	现金流量表				
流动资产合计	5775	5917	6740	7603	净利润	675	808	933	1023
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	-166	-80	-106
无形资产	355	348	350	336	其他	22	-113	-177	-154
非流动资产合计	5463	5869	6223	6557	经营活动现金流净额	899	774	954	1079
资产总计	11238	11786	12963	14161	资本开支	-113	-279	-400	-376
短期借款	648	588	528	468	其他	-176	-255	-56	-119
应付票据及应付账款	820	783	877	978	投资活动现金流净额	-289	-534	-456	-495
其他流动负债	1705	1695	1905	2038	股权融资	0	-150	0	0
流动负债合计	3173	3066	3310	3484	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	3779	4022	4197	现金及现金等价物净增加额	-107	19	438	524
股本	2570	2570	2570	2570					
资本公积金	210	218	218	218					
未分配利润	3640	4236	4902	5652					
少数股东权益	309	416	565	707					
其他	620	568	685	817					
所有者权益合计	7350	8008	8940	9964					
负债和所有者权益总计	11238	11786	12963	14161					

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