

业绩短期承压，看好中长期成长

——泰恩康 24 年报&25 年一季报点评

核心观点

- **业绩承压，费用增长较快。**公司发布 24 年报和 25 年一季报，24 年实现营收 7.21 亿元（同比-5.23%），归母净利润 1.08 亿元（同比-32.45%），扣非归母净利润 1.06 亿元（同比-30.01%）。25Q1 公司实现营收 1.85 亿元（-2.35%），归母净利润 0.32 亿元（同比-30.62%），扣非归母净利润 0.31 亿元（同比-27.58%）。利润端下滑明显主要系费用增长较快：1）24 年：管理费用 0.75 亿元（同比+12.64%），研发费用 0.86 亿元（同比+37.42%）；2）25Q1：销售费用 0.36 亿元（同比+25.35%），管理费用 0.20 亿元（同比+10.64%）。
- **两性健康收入下滑，和胃整肠丸空间大。**24 年公司主要板块中，肠胃用药收入 2.06 亿元（同比+1.04%），眼科用药收入 1.85 亿元（同比+0.13%），收入保持稳定。两性健康用药收入 1.78 亿元（-20.87%），主要系两性健康领域市场竞争加剧。和胃整肠丸境内生产药品注册上市许可申请已于 2025 年 3 月获 CDE 受理，有望年内获批；产能方面，安徽泰恩康已完成生产线改造，具备规模化生产能力，待获批后能够迅速实现本地化生产；推广方面，公司与分众传媒、小红书、抖音、美团等平台签署战略合作协议，加强品牌宣传，同时今年计划在国内选择 2-3 个新区域进行推广，未来商业化表现值得期待。
- **研发进展顺利，催化不断。**1）创新药：CKBA 软膏白癜风 II 期完成入组，预计 25 年中公布数据；2）胃肠用药：复方硫酸钠片 NDA 于 24 年 11 月获 CDE 受理，系国内首家申报，有望年内获批；3）眼科：盐酸毛果芸香碱滴眼液 III 期完成入组，25H1 有望递交 NDA。地夸磷索钠滴眼液有望今年获批；4）两性健康：利多卡因丙胺卡因气雾剂于 25 年 2 月完成首例入组，有望年内递交 NDA。非那雄胺他达拉非胶囊、米诺地尔搽剂有望今年获批。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年报，我们下调营业收入预测，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.33/0.61/1.01 元（原 2025-2026 年预测为 0.39/0.62 元），根据可比公司，给予公司 2025 年 69 倍市盈率，对应目标价为 22.77 元，维持“增持”评级。

风险提示

研发进展不及预期风险；新产品放量低预期风险；市场竞争加剧风险；毛利率提升不及预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	761	721	894	1,152	1,520
同比增长(%)	-2.9%	-5.2%	24.0%	28.8%	31.9%
营业利润(百万元)	191	109	179	325	530
同比增长(%)	-8.7%	-43.1%	64.4%	82.3%	62.8%
归属母公司净利润(百万元)	160	108	140	261	428
同比增长(%)	-8.3%	-32.4%	29.4%	86.1%	64.2%
每股收益(元)	0.38	0.25	0.33	0.61	1.01
毛利率(%)	60.6%	56.7%	60.0%	67.6%	71.7%
净利率(%)	21.1%	15.0%	15.7%	22.6%	28.2%
净资产收益率(%)	8.8%	6.1%	7.5%	12.9%	19.1%
市盈率	54.0	79.9	61.8	33.2	20.2
市净率	4.8	4.9	4.4	4.1	3.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持（维持）

股价（2025年04月29日）	20.33 元
目标价格	22.77 元
52 周最高价/最低价	21.99/11.92 元
总股本/流通 A 股（万股）	42,550/30,359
A 股市值（百万元）	8,650
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 04 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.09	2.73	26.59	45.32
相对表现%	1.32	6.31	27.69	41.15
沪深 300%	-0.23	-3.58	-1.1	4.17



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

胡俊涛 hujuntao@orientsec.com.cn

相关报告

拐点将至，CKBA 打开成长空间：——泰恩康 2025-04-10 恩康首次覆盖报告

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)					每股收益(元)					市盈率			
		2025/4/29	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
白云山	600332	25.71	2.49	1.74	1.94	2.13	10.31	14.74	13.26	12.04					
一品红	300723	39.18	0.41	-1.20	0.45	0.63	95.86	-32.77	86.20	62.13					
莎普爱思	603168	6.48	0.07	-0.08	0.01	0.08	95.86	-78.55	810.00	81.20					
信立泰	002294	40.74	0.52	0.54	0.60	0.72	78.30	75.50	68.17	56.88					
奥赛康	002755	19.06	-0.16	0.17	0.20	0.30	-119.13	110.36	93.52	62.97					
同仁堂	600085	35.43	1.22	1.11	1.35	1.55	29.12	31.84	26.30	22.80					
	最大值						95.86	110.36	810.00	81.20					
	最小值						(119.13)	(78.55)	13.26	12.04					
	平均数						31.72	20.19	182.91	49.67					
	调整后平均							22	69	51					

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	456	542	710	823	1,145	营业收入	761	721	894	1,152	1,520
应收票据、账款及款项融资	351	337	417	536	709	营业成本	300	312	358	373	431
预付账款	18	13	18	24	30	销售费用	137	130	163	221	284
存货	87	105	104	114	134	管理费用	66	75	93	119	151
其他	276	146	229	219	202	研发费用	63	86	90	94	97
流动资产合计	1,187	1,142	1,478	1,716	2,219	财务费用	(6)	4	6	8	12
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	15	5	8	9	7
固定资产	230	512	507	499	491	公允价值变动收益	1	0	1	0	0
在建工程	247	2	17	24	28	投资净收益	8	3	7	6	5
无形资产	158	159	151	143	135	其他	(4)	(2)	(6)	(9)	(13)
其他	407	495	418	448	451	营业利润	191	109	179	325	530
非流动资产合计	1,042	1,169	1,093	1,114	1,105	营业外收入	2	0	1	1	1
资产总计	2,229	2,311	2,571	2,831	3,323	营业外支出	1	3	3	2	3
短期借款	54	132	250	347	549	利润总额	192	106	177	325	528
应付票据及应付账款	121	168	133	164	194	所得税	39	9	44	81	132
其他	78	74	78	79	80	净利润	154	97	133	243	396
流动负债合计	253	375	461	589	823	少数股东损益	(7)	(11)	(7)	(17)	(32)
长期借款	108	84	84	84	84	归属于母公司净利润	160	108	140	261	428
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.38	0.25	0.33	0.61	1.01
其他	39	36	37	36	37	主要财务比率					
非流动负债合计	147	120	121	120	121		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	400	495	582	710	943	成长能力					
少数股东权益	39	49	42	25	(6)	营业收入	-2.9%	-5.2%	24.0%	28.8%	31.9%
实收资本 (或股本)	425	425	425	425	425	营业利润	-8.7%	-43.1%	64.4%	82.3%	62.8%
资本公积	862	858	897	897	897	归属于母公司净利润	-8.3%	-32.4%	29.4%	86.1%	64.2%
留存收益	503	484	624	774	1,064	获利能力					
其他	(0)	(0)	0	0	0	毛利率	60.6%	56.7%	60.0%	67.6%	71.7%
股东权益合计	1,829	1,816	1,989	2,121	2,380	净利率	21.1%	15.0%	15.7%	22.6%	28.2%
负债和股东权益总计	2,229	2,311	2,571	2,831	3,323	ROE	8.8%	6.1%	7.5%	12.9%	19.1%
现金流量表						ROIC	7.6%	5.1%	6.3%	10.2%	14.5%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	154	97	133	243	396	资产负债率	17.9%	21.4%	22.6%	25.1%	28.4%
折旧摊销	38	51	54	57	60	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(6)	4	6	8	12	流动比率	4.69	3.05	3.20	2.91	2.70
投资损失	(8)	(3)	(7)	(6)	(5)	速动比率	4.33	2.77	2.98	2.72	2.53
营运资金变动	54	36	(104)	(109)	(171)	营运能力					
其它	(138)	(97)	2	(6)	2	应收账款周转率	2.6	2.2	2.6	2.7	2.7
经营活动现金流	94	89	84	188	294	存货周转率	3.5	3.2	3.4	3.4	3.5
资本支出	(300)	(76)	(47)	(47)	(47)	总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
长期投资	0	0	(0)	0	0	每股指标 (元)					
其他	(91)	142	(8)	(9)	20	每股收益	0.38	0.25	0.33	0.61	1.01
投资活动现金流	(391)	66	(55)	(56)	(27)	每股经营现金流	0.22	0.21	0.20	0.44	0.69
债权融资	120	(12)	(12)	4	1	每股净资产	4.21	4.15	4.57	4.93	5.61
股权融资	(58)	(4)	39	0	0	估值比率					
其他	(116)	(55)	112	(22)	53	市盈率	54.0	79.9	61.8	33.2	20.2
筹资活动现金流	(54)	(71)	139	(18)	54	市净率	4.8	4.9	4.4	4.1	3.6
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	37.4	50.7	34.9	21.3	13.8
现金净增加额	(351)	85	168	114	321	EV/EBIT	45.0	73.7	45.2	24.9	15.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。