

2025 年 8 月 20 日
康臣药业 (1681.HK)

业绩增长平稳，肾科业务表现优异

事件：2025H1 公司收入和利润端增速均超 20%，肾科板块尤为突出。公司持续稳定派息并发布股份回购计划，2025 年中期派息比率超 51%。

报告摘要

肾科业务表现亮眼，中期派息比率超 51%。

2025H1 公司实现收入 15.7 亿元（人民币，下同，列明除外），同比增长 23.7%；归母净利润 5.0 亿元，同比增长 24.6%。2025H1 毛利率为 77.1%，较去年同期增长 2.4 个百分点。截至 2025 年 6 月 30 日，公司宣派每股 0.33 港元，中期派息比率超 51%。另外，6 月公司发布股份回购计划，最多 2 亿港元进行股份回购。

拆分来看：肾科板块表现亮眼，收入同比增长 28.0%，主要靠尿毒清颗粒拉动；妇儿系列产品销售收入同比增长 17.5%，成为集团收入贡献第二大板块；医用成像对比剂销售收入同比增长 22.0%；玉林制药营销管理创新升级，品牌影响力不断提升，通过央视主流媒体的广覆盖、多新媒体组合的内容强化、用户使用场景的产品体验，立体式进行品牌建设，该部分销售收入同比增长 16.5%。

创建特有专业技术平台，在研产品继续推进。

根据业绩会交流，恩格列净片预计于今年上市；碳酸铜咀嚼片、八氟丙烷脂质体微球注射液、钆特酸葡胺注射液和钆塞酸二钠注射液预计于 2026 年上市；碳酸铜颗粒预计于 2027 年上市；非奈利酮片和罂粟乙碘油注射液预计于 2028 年上市；芪箭颗粒（糖肾方）预计于 2026Q2 提交 IND；升阳益胃汤（经典名方）预计于 2027Q3 提交 NDA。

投资建议：根据中报，我们上调公司 2025-2027 年收入分别至 34.8 亿元/39.2 亿元/43.4 亿元（前值为 33.8 亿元/38.2 亿元/43.0 亿元），归母净利润分别至 10.6 亿元/11.8 亿元/13.0 亿元（前值为 10.5 亿元/11.9 亿元/13.7 亿元）。参考港股中药行业平均估值（白云山、同仁堂科技、同仁堂国药），我们给予公司 2025 年 11.4 倍 PE，目标价由 10.1 港元上调至 15.4 港元，维持“增持”评级。

风险提示：政策风险；研发进展不及预期风险；销售不及预期；行业竞争加剧；集采风险等。

财务及估值摘要

(年结 31/12; RMB 百万元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	2,967	3,483	3,916	4,343
增长率 (%)	14.6%	17.4%	12.4%	10.9%
归母净利润	910	1,062	1,180	1,299
增长率 (%)	16.1%	16.6%	11.2%	10.0%
毛利率 (%)	75.6%	76.5%	75.3%	74.9%
每股盈利 (元)	1.11	1.29	1.44	1.58
市盈率 (x)	11.6	9.9	8.9	8.1

数据来源：Wind，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

医药

投资评级：增持

维持 评级

6 个月目标价 15.4 港元

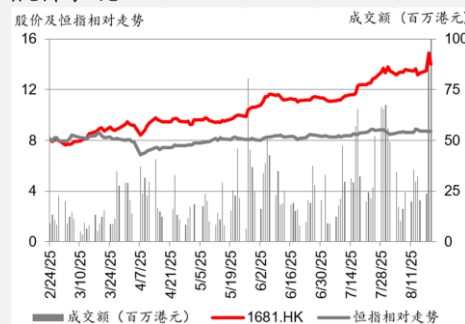
股价 2025-8-20 13.98 港元

总市值(亿港元)	119.20
总股本(亿股)	8.53
12 个月低/高(港元)	5.4/14.88
平均成交(百万港元)	33.00

股东结构

安猛	28%
杨惠波	13%
其他	59%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.55	39.36	127.38
绝对收益	12.92	44.97	170.61

数据来源：Wind、港交所、公司

谢欣洳 医药行业分析师
xiexinru@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表					资产负债表				
(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	2,967	3,483	3,916	4,343	现金及现金等价物	2,908	2,829	3,596	4,451
销售成本	-725	-820	-965	-1,089	应收账款	370	407	427	449
毛利	2,242	2,663	2,951	3,254	存货	290	319	351	386
销售费用	-982	-1,178	-1,355	-1,517	其他流动资产	984	1,837	1,932	2,028
管理费用	-312	-405	-458	-504	流动资产总额	4,551	5,392	6,306	7,313
财务成本净额	63	68	74	71	固定资产	798	837	879	923
税前盈利	1,020	1,183	1,316	1,448	无形资产	269	267	267	267
所得税	-103	-119	-133	-146	其他非流动资产	235	248	273	300
净利润	917	1,064	1,183	1,302	非流动资产总额	1,302	1,353	1,419	1,490
归母净利润	910	1,062	1,180	1,299	总资产	5,853	6,744	7,725	8,804
EPS (元, 基本)	1.11	1.29	1.44	1.58	应付账款	1,062	1,168	1,285	1,413
同比增长率					短期银行贷款	253	279	307	337
收入(%)	14.6%	17.4%	12.4%	10.9%	其他流动负债	56	59	60	61
归母净利润 (%)	16.1%	16.6%	11.2%	10.0%	流动负债总额	1,371	1,505	1,651	1,811
财务指标					递延税项负债	67	80	88	97
盈利能力					其他非流动负债	22	23	24	24
毛利率	75.6%	76.5%	75.3%	74.9%	非流动负债总额	89	103	112	121
净利率	30.7%	30.6%	30.2%	30.0%	总负债	1,460	1,608	1,763	1,933
ROE	22.2%	21.9%	21.3%	20.2%	现金流量表				
营运能力					经营活动现金流	1,087	1,398	1,650	1,927
行销费用/收入(%)	43.6%	45.5%	46.3%	46.5%	投资活动现金流	-187	-864	-109	-105
存货周转天数	163	134	127	123	融资活动现金流	-729	-601	-762	-956
资本结构					现金净增加额	159	-79	768	855
资产负债率	24.9%	23.8%	22.8%	22.0%	期初持有现金	2,748	2,908	2,829	3,596
					期末持有现金	2,908	2,829	3,596	4,451

数据来源: Wind、国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010