

买入
肾科产品推动业绩快速增长，多年持续高分红
康臣药业 (1681.HK)

2025-8-21 星期四

【投资要点】
➤ 业绩持续快速增长，中期持续高分红：

2025 年上半年，公司实现营业收入人民币 15.69 亿元，同比增长 23.7%。净利润：4.98 亿元，同比增长 24.6%。其中，肾科药物收入达 11.31 亿元，同比增长 28.0%，继续作为核心增长引擎。妇儿药物收入 1.72 亿元，同比增长 17.5%；皮肤科药物收入 3980 万元，同比增长 19.7%。整体毛利率提升至 77.1%，同比增加 2.4 个百分点，主要受益于中药材采购成本下降。公司取得如此持续快速增长的业绩，充分体现了公司强大的产品力及管理能力。公司注重股东回报，累计派息超 30 亿元港币。本次中期派息每股 0.33 港元，派息比例为 51%。

➤ 肾科产品竞争力不断提升，妇儿板块、玉林制药快速增长：

肾科方面，公司主要通过尿毒清和益肾化湿颗粒两大核心产品实现销售收入同比增长 28%，尿毒清竞争优势明显，有 16 味中药，仿制难度极大，有很高的技术门槛，尿毒清有望保持增长，未来峰值有望突破 20 亿元。妇儿产品收入同比增长 17.5%，通过强化学术推广：2025 年上半年开展大型学术会议超过 100 场，增加客户覆盖。玉林制药实现收入 1.87 亿元，增长 16.5%，未来将通过深度优化品牌化+专业化，推动业绩增长。影像方面，同比增长 22%，公司逐步实现产品线全覆盖（核磁共振、CT 产品线）并加速市场布局，覆盖超过 3300 家终端医疗机构，钆喷酸葡胺注射液市场份额从 22 年全国第三提升至全国第二，临床综合价值高。

➤ 研发管线不断丰富：

公司重点开发肾科、影像板块产品，管线丰富，治疗糖尿病肾病的芪箭颗粒（糖肾方）有望于 26 年 Q2 提交 IND 申请。治疗高磷血症的碳酸铜咀嚼片已经提交 CDE 审评，有望 26 年 Q3 获批。治疗慢性肾病的恩格列净片已经提交 CDE 审评，有望 25 年 Q4 获批。影像板块明年预计有 3 款新产品上市。与药明康德、倍特药业在肾科新药与影像线新品研发及原料药保障能力方面强强合作。

➤ 给予买入评级，目标价 18.1 港元：

尿毒清技术及市场壁垒高，仿制难度极大，公司业绩有望持续快速增长，研发管线丰富，盈利能力不断提升。预计 2025 年-27 年收入分别为人民币 33.22 亿元、37.54 亿元、41.70 亿元，EPS 为 1.28、1.47、1.67 元，给予买入评级，目标价 18.1 港元，对应 25 年 PE 约 13 倍。

目标价：**18.1 港元**
 现价：**14.09 港元**
 预计升幅：**28.5%**

重要数据

日期	2025-8-21
收盘价 (港元)	14.09
总股本 (亿股)	8.53
总市值 (亿港元)	120
净资产 (亿元)	46
总资产 (亿元)	61
52 周高低 (港元)	14.95/5.07
每股净资产 (元)	5.10

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中成发展有限公司 23.23%
 Guidoz Limited 12.96%

相关报告

深度报告：20161215
 更新报告：20240408/20240823

研究部

姓名：林兴秋
 SFC：BLM040
 电话：0755-21519193
 Email：linxq@gyzq.com.hk

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业额	2590.11	2967.24	3321.95	3753.80	4170.00
同比增长 (%)	10.71%	14.56%	11.95%	13.00%	11.09%
归母净利润	784.53	910.41	1094.37	1257.83	1423.24
同比增长 (%)	14.88%	16.05%	20.21%	14.94%	13.15%
每股盈利	0.92	1.07	1.28	1.47	1.67
PE@14.09HKD	14.09	12.14	10.10	8.79	7.77

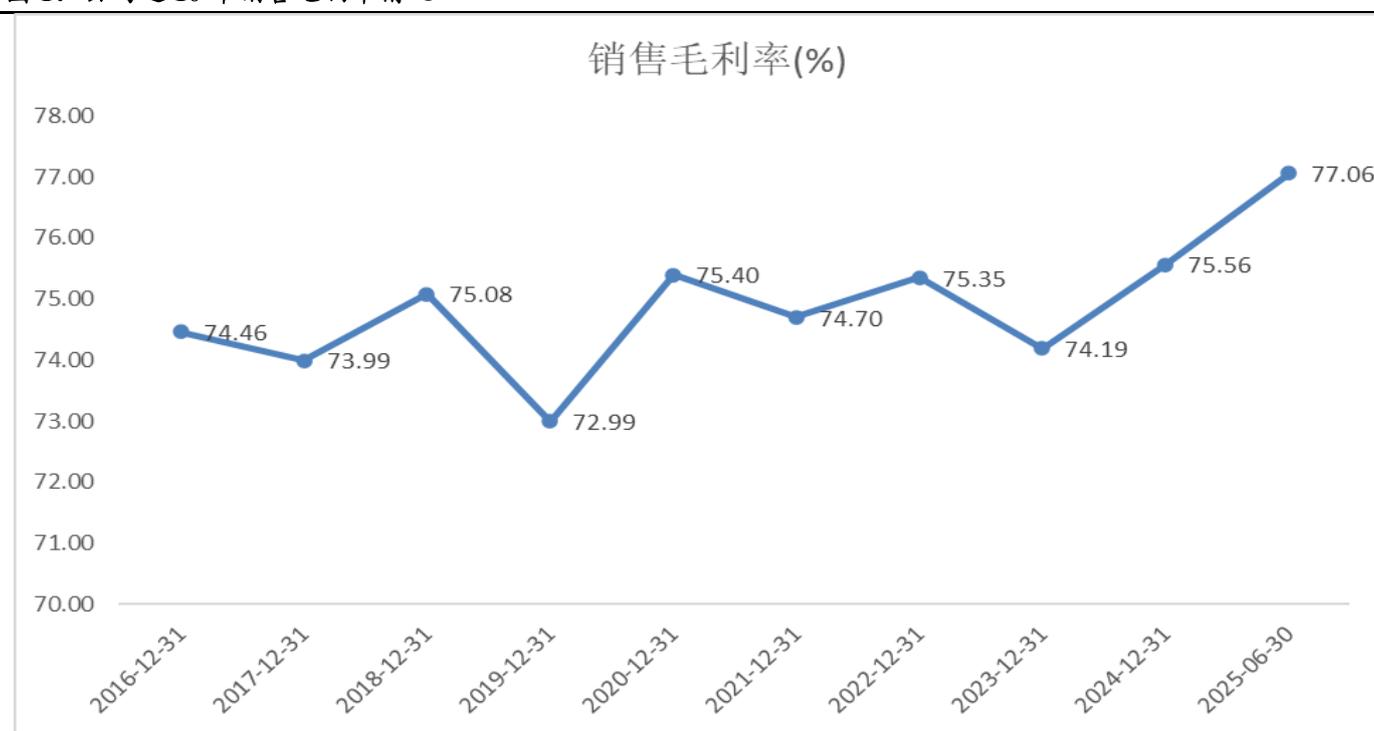
数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

► 业绩持续快速增长，中期持续高分红：

2025年上半年，公司实现营业收入人民币15.69亿元，同比增长23.7%。净利润：4.98亿元，同比增长24.6%。其中，肾科药物收入达11.31亿元，同比增长28.0%，继续作为核心增长引擎。妇儿药物收入1.72亿元，同比增长17.5%；皮肤科药物收入3980万元，同比增长19.7%。整体毛利率提升至77.1%，同比增加2.4个百分点，主要受益于中药材采购成本下降，公司的毛利率是自2016年以来的新高。公司取得如此持续快速增长的业绩，充分体现了公司强大的产品力及管理能力。公司注重股东回报，累计派息超30亿元港币。本次中期派息每股0.33港元，派息比例为51%。

图1：公司近10年销售毛利率情况



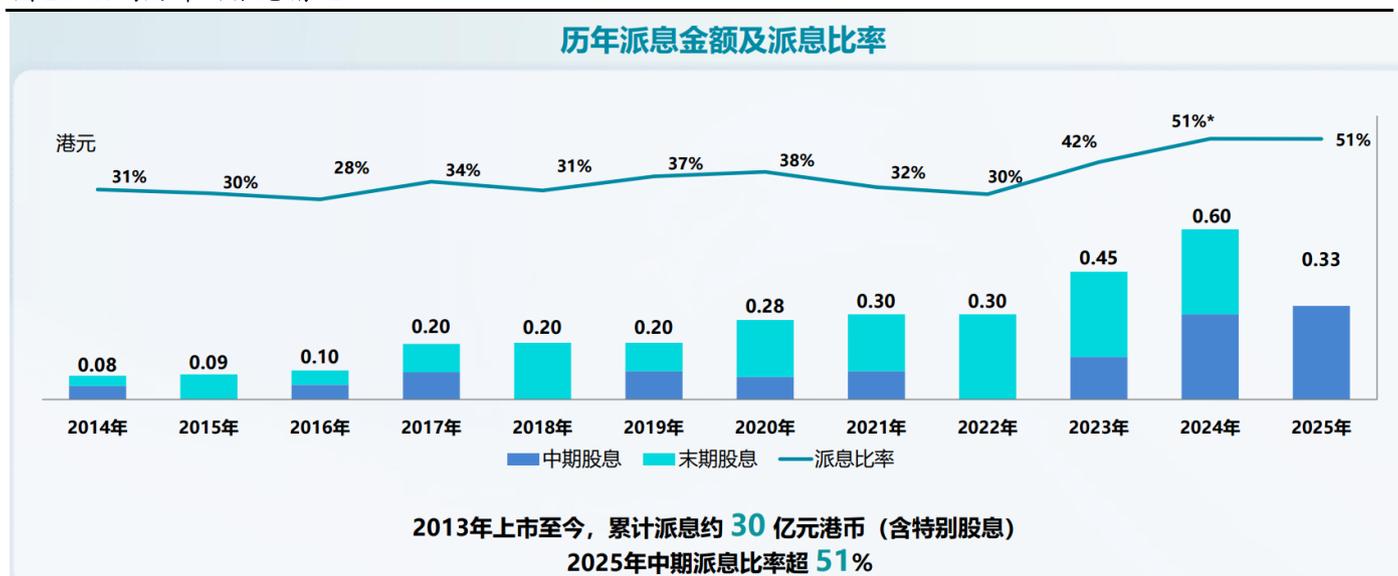
资料来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

► 肾科产品竞争力不断提升，妇儿板块、玉林制药快速增长：

肾科方面，公司主要通过尿毒清和益肾化湿颗粒两大核心产品实现销售

收入同比增长 28%，尿毒清竞争优势明显，有 16 味中药，仿制难度极大，有很高的技术门槛，尿毒清有望保持增长，未来峰值有望突破 20 亿元。妇儿产品收入同比增长 17.5%，通过强化学术推广：2025 年上半年开展大型学术会议超过 100 场，增加客户覆盖。玉林制药实现收入 1.87 亿元，增长 16.5%，未来将通过深度优化品牌化+专业化，推动业绩增长。影像方面，同比增长 22%，公司逐步实现产品线全覆盖（核磁共振、CT 产品线）并加速市场布局，覆盖超过 3300 家终端医疗机构，钆喷酸葡胺注射液市场份额从 22 年全国第三提升至全国第二，临床综合价值高。

图 2：公司历年的派息情况



资料来源：公司演示材料、国元证券经纪（香港）整理

➤ 研发管线不断丰富：

公司重点开发肾科、影像板块产品，管线丰富，治疗糖尿病肾病的芪箭颗粒（糖肾方）有望于 26 年 Q2 提交 IND 申请。治疗高磷血症的碳酸镧咀嚼片已经提交 CDE 审评，有望 26 年 Q3 获批。治疗慢性肾病的恩格列净片已经提交 CDE 审评，有望 25 年 Q4 获批。影像板块明年预计有 3 款新产品上市。与药明康德、倍特药业在肾科新药与影像线新品研发及原料药保障能力方面强强合作。

图 3：公司的研发管线

产品	适应症	药学研究	非临床研究	临床研究	上市申请	备注
芪筋颗粒（糖肾方）	糖尿病肾病		完成中试，非临床研究中			2026年Q2提交IND申请
升阳益胃汤（经典名方）	益气升阳，清热除湿；脾胃虚弱，湿热内停	药材资源评估研究中				2027年Q3提交NDA申请
产品	适应症	药学研究	非临床研究	BE研究	上市申请	获批上市
碳酸镧咀嚼片	高磷血症				提交CDE审评	2026年Q3
碳酸镧颗粒	高磷血症		完成工艺验证			2027年Q2
恩格列净片	慢性肾病				提交CDE审评	2025年Q4
八氟丙烷脂质体微球注射液	超声心动图增强显影				提交CDE审评	2026年Q3
钆特酸葡胺注射液	MRI增强显影（脑、脊髓、脊柱、血管造影）				提交CDE审评	2026年Q4
钆塞酸二钠注射液	MRI增强显影（肝脏局灶性病变检测）				提交CDE审评	2026年Q4
非奈利酮片	2型糖尿病相关的慢性肾病	完成中试				2028年Q1
罂粟乙碘油注射液	碘缺乏、淋巴造影、动脉化疗栓塞	完成中试				2028年Q2
产品	适应症	药学研究	非临床研究	临床研究	上市申请	备注
SK-08	慢性肾病			I期临床中		2034年Q2获批上市
SK-09	足细胞损伤相关肾病			I期临床启动准备中		2035年Q1获批上市
US-02	药物靶向释放	完成小试				2028年Q1提交IND申请

资料来源：公司演示材料、国元证券经纪（香港）整理

➤ **中药行业受国家政策大力支持，战略地位不断提升：**

国家大力支持中医药行业发展，发布了多个规划类文件，包括《“十四五”中医药发展规划》及《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021-2025年）》等，中医药战略地位不断提升。其中《“十四五”中医药发展规划》对中医药发展作出全局性、战略性、保障性谋划，也是“十四五”时期贯彻落实党中央、国务院关于中医药工作的决策部署，推动中医药振兴发展的纲领性文件。“十四五”期间，中医药传承创新发展进入新阶段。未来随着越来越多政策的加持，我国中医药产业将不断向规范化、标准化、国际化等方向发展。在政策的持续推动下，中医药战略地位不断提升，行业迎来蓬勃生机。

➤ **给予买入评级，目标价 18.1 港元：**

尿毒清技术及市场壁垒高，仿制难度极大，价格体系有望持续保持平稳，公司业绩有望持续快速增长，研发管线丰富，盈利能力不断提升。公司拥有约 2000 人的学术营销团队，覆盖医院 4.8 万家、药店 43 万家，以肾

科为旗舰，持续推动肾科、影像产品线向纵深发展，妇儿产品快速突破上量，拓展骨伤、皮肤、肝胆、消化系列产品，核心产品临床价值显著。公司注重股东回报，累计派息超 30 亿元港币。预计 2025 年-27 年收入分别为人民币 33.22 亿元、37.54 亿元、41.70 亿元，EPS 为 1.28、1.47、1.67 元，给予买入评级，目标价 18.1 港元，对应 25 年 PE 约 13 倍，预计升幅：28.5%。

【风险提示】

- (1) 研发进度可能低于预期
- (2) 国家集采政策风险
- (3) 产品价格可能下降风险

【财务报表摘要】

损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	2339.65	2590.11	2967.24	3321.95	3753.80	4170.00
销售成本	576.74	668.44	725.14	830.49	927.19	1029.99
毛利	1762.91	1921.68	2242.10	2491.46	2826.61	3140.01
其他收入	0.00	118.50	110.00	98.00	88.00	88.00
分销开支	-771.96	-852.21	-981.58	-1013.19	-1144.91	-1271.85
行政费用	-322.50	-315.60	-311.87	-318.11	-324.47	-330.96
研发费用	-59.93	-87.00	-34.80	-35.84	-36.92	-38.03
经营盈利	757.33	884.97	1045.06	1227.97	1405.31	1585.17
财务开支	-10.93	-21.26	-25.00	-21.75	-18.92	-16.46
应占联营公司利润						
其他开支	56.38	0.00	-5.00	-4.00	-3.00	-2.00
税前盈利	746.40	863.71	1020.06	1206.22	1386.39	1568.71
所得税	-62.70	-77.15	-102.73	-108.56	-124.78	-141.18
少数股东应占利润	0.79	2.02	6.92	0.00	0.00	0.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	682.91	784.53	910.41	1094.37	1257.83	1423.24
折旧及摊销	76.36	80.00	63.99	60.09	53.81	50.25
EBITDA	833.69	964.97	1109.05	1288.06	1459.12	1635.43
增长						
总收入 (%)	14.43%	10.71%	14.56%	11.95%	13.00%	11.09%
EBITDA (%)	6.64%	15.75%	14.93%	16.14%	13.28%	12.08%
净利润 (%)	15.71%	14.88%	16.05%	20.21%	14.94%	13.15%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	2450.17	2748.26	2907.42	3045.34	3292.49	3617.80
其他短期投资	589.17	834.94	958.00	967.58	977.26	987.03
应收账款	259.56	255.84	297.57	300.55	330.60	363.66
存货	276.08	367.09	289.68	318.65	350.51	385.56
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	3622.66	4278.08	4551.05	4932.66	5254.41	5660.64
固定资产	746.21	739.06	797.58	821.51	846.15	871.54
贷款	523.50	490.86	504.18	364.61	377.25	390.37
非流动资产	1269.71	1229.92	1301.76	1186.12	1223.40	1261.90
总资产	4892.37	5508.00	5852.81	6118.78	6477.81	6922.54
流动负债	1350.49	1495.00	1370.80	1365.57	1433.88	1508.91
应付账款	59.89	83.10	75.64	77.91	80.25	82.65
短期银行贷款	450.52	503.42	994.19	255.00	270.30	286.52
其他短期负债	840.08	908.48	300.97	1032.66	1083.34	1139.74
非流动负债	102.89	94.29	89.23	91.91	94.66	97.50
长期银行贷款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	102.89	94.29	89.23	91.91	94.66	97.50
总负债	1453.38	1589.29	1460.03	1457.48	1528.55	1606.41
少数股东权益	293.87	292.21	295.45	330.90	370.61	415.09
归母股东权益	3145.12	3626.50	4097.33	4330.40	4578.65	4901.04

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力						
毛利率 (%)	0.75	0.74	0.76	0.75	0.75	0.75
EBITDA 利率 (%)	0.36	0.37	0.37	0.39	0.39	0.39
净利率 (%)	0.29	0.30	0.31	0.33	0.34	0.34
ROE	0.22	0.22	0.22	0.25	0.27	0.29
ROA	0.14	0.14	0.16	0.18	0.19	0.21
营运表现						
SG&A/收入 (%)	0.14	0.12	0.11	0.10	0.09	0.08
实际税率 (%)	0.08	0.09	0.10	0.09	0.09	0.09
库存周转天数	164.27	175.60	165.29	133.68	131.71	130.42
应付账款天数	-37.90	-45.38	-38.07	-34.24	-31.59	-29.29
应收账款天数	40.49	36.05	36.60	33.02	32.15	31.83
财务状况						
资产负债率	0.30	0.29	0.25	0.24	0.24	0.23
收入/总资产	0.48	0.47	0.51	0.54	0.58	0.60
总资产/股本	1.56	1.52	1.43	1.41	1.41	1.41

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	682.91	784.53	910.41	1094.37	1257.83	1423.24
折旧与摊销	76.36	80.00	63.99	60.09	53.81	50.25
营运资本变动	178.64	64.80	153.88	108.53	130.24	127.22
其他非现金调整	9.78	-14.64	-41.34	-25.84	-31.00	-20.61
营运现金流	947.69	819.00	1086.99	1237.15	1410.88	1580.11
资本开支	-51.59	-50.56	-109.00	-190.00	-195.70	-201.57
其他投资活动	-317.21	-112.00	-77.91	44.85	46.20	47.58
投资活动现金流	-368.80	-162.56	-186.91	-145.15	-149.50	-153.99
负债变化	-177.35	-393.00	-260.65	-410.00	-390.00	-391.00
股本变化	-26.43	0.00	142.99	128.69	115.82	104.24
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动	-138.43	-141.20	-611.60	-672.77	-740.05	-814.05
融资活动现金流	-342.21	-534.20	-729.26	-954.08	-1014.23	-1100.81
汇率变动影响	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00
现金变化	236.68	122.24	170.82	137.92	247.15	325.30
期初持有现金	2196.32	2450.17	2748.00	2907.42	3045.34	3292.49
期末持有现金	2450.17	2748.00	2907.42	3045.34	3292.49	3617.80

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>