

2025 年 08 月 26 日

泰恩康（301263.SZ）

业绩短期承压，CKBA 潜在空间广阔

投资要点

◆ **25H1 业绩短期承压，和胃整肠丸国产化在即：**2025H1，公司实现营业收入 3.47 亿元（YoY-12.23%）；实现归母净利润 0.37 亿元（YoY-56.75%）。其中，公司胃肠用药实现收入 1.03 亿元（YoY+11.04%），眼科用药实现收入 0.79 亿元（YoY-9.02%），两性健康用药实现收入 0.67 亿元（YoY-48.75%）。全年来看，公司核心产品“和胃整肠丸”国产化注册申请已于 25 年 3 月获 CDE 受理，安徽泰恩康已完成生产线改造，获批后可迅速实现国产化，有望加速放量。

◆ **CKBA 临床 II 期疗效安全双优，FIC 分子潜力巨大：**赛克乳香酸（CKBA）软膏是上海交通大学王宏林教授团队自主研发的 I 类创新药物，源自中药乳香提取物，用于治疗白癜风。2025 年 8 月 5 日，公司 CKBA 在 21 家临床中心开展的试验数据显示，高剂量组患者疾病好转及复色比例达 36%，且药物展现出优异的安全性特征，基于此，公司计划近期向 CDE 提交该适应症的突破性疗法认定（BTD）申请，并加速推进 III 期临床试验。在 III 期试验中，公司将调整入组病人的年龄分布、临床终点评价指标并增加客观评价标准，有望读出更优的临床数据。此外，CKBA 在儿童用药领域展现出特殊价值，其于 2 月启动针对 2 岁至 12 岁儿童白癜风患者研究者发起试验的初步数据显示，CKBA 软膏在儿童患者任何皮损部位应用均未导致明显的药物相关不良反应，将有望成为区别芦可替尼等竞品的重要优势。适应症方面，除白癜风外，公司也将积极拓展 CKBA 关于玫瑰痤疮、阿尔茨海默症等临床试验，其中 CKBA 乳膏的玫瑰痤疮适应症 II/III 期临床试验申请已于 25 年 7 月获 NMPA 受理，有望填补这一重要的临床空白，抢占先发优势。

◆ **投资建议：**公司胃肠、两性健康和眼科用药基本盘整体稳健，和胃整肠丸国产化在即有望贡献增量，CKBA 临床试验顺利有望抢滩蓝海市场。我们预计公司 2025 年至 2027 年营业收入分别为 8.88、11.12 和 13.77 亿元，同比增长 23.2%、25.2%、23.8%。归母净利润分别为 1.56、2.33、3.32 亿元，同比增长 44.0%、49.8%、42.3%。市盈率分别为 93.8、62.6、44.0 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**产品国产化不及预期风险，研发进展不及预期风险，市场竞争加剧风险，研发失败风险，行业政策风险等。

医药 | 医疗器械 III

买入(首次)

投资评级

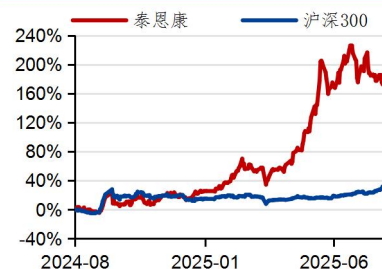
股价(2025-08-26)

34.36 元

交易数据

总市值（百万元）	14,620.09
流通市值（百万元）	10,431.22
总股本（百万股）	425.50
流通股本（百万股）	303.59
12 个月价格区间	40.52/12.32

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.65	15.27	136.24
绝对收益	-4.77	29.96	170.06

分析师

刘颖然

SAC 执业证书编号：S0910525060002

liuhaoran@huajinsc.cn

相关报告



财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	761	721	888	1,112	1,377
YoY(%)	-2.9	-5.2	23.2	25.2	23.8
归母净利润(百万元)	160	108	156	233	332
YoY(%)	-8.3	-32.4	44.0	49.8	42.3
毛利率(%)	60.6	56.7	60.0	63.4	65.8
EPS(摊薄/元)	0.38	0.25	0.37	0.55	0.78
ROE(%)	8.4	5.3	7.5	10.9	14.6
P/E(倍)	91.3	135.1	93.8	62.6	44.0
P/B(倍)	8.2	8.3	8.0	7.7	7.1
净利率(%)	21.1	15.0	17.5	21.0	24.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务拆分

两性健康用药：“爱廷玖”已成为 PE 领域头部品牌，放量稳健，ED 产品有望协同渠道放量，预计 2025-2027 年收入增速分别为 5.00%/5.00%/5.00%，毛利率分别为 86.86%/86.80%/86.80%。

眼科用药：核心品种“沃丽汀”增长稳健，老视新产品获批有望打开新增量，预计 2025-2027 年收入增速分别为 10.00%/15.00%/15.00%，毛利率分比为 37.52%/37.52%/40.24%。

胃肠用药：和胃整肠丸近年产能受限，国产化后有望快速放量，预计 2025-2027 年收入增速分别为 60.00%/50.00%/40.00%，毛利率分别为 84.48%/86.86%/88.18%。

表 1：公司业务拆分和预测

泰恩康	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合计					
收入（百万元）	760.79	721.03	888.40	1,112.00	1,376.65
YoY（%）	-2.90%	-5.23%	23.21%	25.17%	23.80%
毛利率（%）	60.60%	56.66%	60.03%	63.43%	65.83%
两性健康用药					
收入（百万元）	224.75	177.84	186.73	196.07	205.87
YoY（%）	-1.66%	-20.87%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	89.86%	86.98%	86.86%	86.80%	86.80%
眼科用药					
收入（百万元）	184.34	184.58	203.04	233.49	268.52
YoY（%）	-0.59%	0.13%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率（%）	41.04%	40.24%	37.52%	37.52%	40.24%
胃肠用药					
收入（百万元）	204.15	206.27	330.04	495.05	693.07
YoY（%）	29.20%	1.04%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利率（%）	79.87%	80.60%	84.48%	86.86%	88.18%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、估值对比

泰恩康核心业务覆盖两性健康、眼科、胃肠三大领域，并逐步向白癜风等创新药领域发力，我们选取与公司业务相近的白云山、一品红、康哲药业作为可比公司，2025-2027 年可比公司 PE 平均值为 61.7/46.2/38.5 倍，泰恩康对应 PE 分别为 93.8/62.6/44.0。公司两性健康和眼科业务整体稳健，和胃整肠丸国产化在即，CKBA 临床疗效、安全性双优，潜力巨大，我们看好公司长期的成长潜力。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (亿元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600332.SH	白云山	27.52	424.45	1.96	2.14	2.32	14.0	12.8	11.9
300723.SZ	一品红	66.58	300.74	0.44	0.60	0.73	152.8	110.0	91.0
0867.HK	康哲药业	13.62	302.90	0.68	0.79	0.97	18.4	15.8	12.8
	平均值						61.7	46.2	38.5
301263.SZ	泰恩康	34.36	146.20	0.37	0.55	0.78	93.8	62.6	44.0

资料来源：数据截至 2025 年 8 月 26 日收盘，Wind（可比公司 wind 一致预期），华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1187	1142	917	1238	1390
现金	456	542	338	414	512
应收票据及应收账款	312	330	319	514	558
预付账款	18	13	18	23	31
存货	87	105	88	133	132
其他流动资产	316	152	154	154	158
非流动资产	1042	1169	1281	1429	1600
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	230	512	582	680	792
无形资产	276	333	374	423	480
其他非流动资产	535	324	325	326	327
资产总计	2229	2311	2197	2667	2989
流动负债	253	375	219	656	858
短期借款	54	132	149	392	719
应付票据及应付账款	121	168	0	193	62
其他流动负债	78	74	70	71	77
非流动负债	147	120	107	96	86
长期借款	108	84	71	60	50
其他非流动负债	39	36	36	36	36
负债合计	400	495	326	752	944
少数股东权益	39	49	33	9	-25
股本	425	425	425	425	425
资本公积	901	897	897	897	897
留存收益	503	484	579	721	924
归属母公司股东权益	1790	1767	1838	1906	2070
负债和股东权益	2229	2311	2197	2667	2989

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	94	89	67	254	246
净利润	154	97	140	209	298
折旧摊销	38	53	66	80	98
财务费用	-6	4	5	19	30
投资损失	-8	-3	0	0	0
营运资金变动	-103	-48	-143	-54	-180
其他经营现金流	19	-15	0	0	0
投资活动现金流	-391	66	-178	-228	-269
筹资活动现金流	-54	-71	-111	-193	-206

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.38	0.25	0.37	0.55	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.21	0.16	0.60	0.58
每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.15	4.32	4.48	4.86

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	761	721	888	1112	1377
营业成本	300	312	355	407	470
营业税金及附加	10	10	10	13	17
营业费用	137	130	160	195	234
管理费用	66	75	84	100	117
研发费用	63	86	102	122	145
财务费用	-6	4	5	19	30
资产减值损失	-15	-5	-8	-11	-16
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	8	3	0	0	0
营业利润	191	109	163	245	348
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	1	3	0	0	0
利润总额	192	106	163	245	348
所得税	39	9	23	36	50
税后利润	154	97	140	209	298
少数股东损益	-7	-11	-16	-24	-34
归属母公司净利润	160	108	156	233	332
EBITDA	227	156	226	332	467

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.9	-5.2	23.2	25.2	23.8
营业利润(%)	-8.7	-43.1	50.0	50.4	41.8
归属于母公司净利润(%)	-8.3	-32.4	44.0	49.8	42.3
获利能力					
毛利率(%)	60.6	56.7	60.0	63.4	65.8
净利率(%)	21.1	15.0	17.5	21.0	24.1
ROE(%)	8.4	5.3	7.5	10.9	14.6
ROIC(%)	7.6	4.7	6.6	9.0	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	17.9	21.4	14.9	28.2	31.6
流动比率	4.7	3.0	4.2	1.9	1.6
速动比率	4.0	2.7	3.6	1.6	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.6	2.2	2.7	2.7	2.6
应付账款周转率	3.4	2.2	5.0	4.2	3.7
估值比率					
P/E	91.3	135.1	93.8	62.6	44.0
P/B	8.2	8.3	8.0	7.7	7.1
EV/EBITDA	62.3	91.2	63.8	43.9	31.6

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

刘颖然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn