

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

康臣药业 (1681 HK)

2025年上半年业绩强劲, 打造肾病领域强势品牌

■ 公司25年上半年收入和净利表现强劲, 均超预期; 25财年增长预测上调至同比17%

■ 公司构建了强大的肾病整体治疗解决方案, 夯实该领域长期领导地位

■ 维持增持: SOTP目标价从13.9港元上调至15.9港元, 估值低且股息收益率具吸引力

25年上半年表现强劲, 关键板块(肾科/妇儿/造影剂)驱动增长

公司25年上半年实现收入/净利同比增长23.7%/24.6%, 相较我们此前预测的全年收入/净利同比12%/11%增长, 表现优异。肾病、妇儿和造影剂板块均表现良好, 销售分别增长28.0%/17.5%/22.0%, 尿毒清颗粒(UCG)和源力康(YLK)持续推动增长。1) 肾病药物增长得益于尿毒清颗粒和益肾化湿颗粒的强劲销量; 2) 妇产科: 源力康增长强劲, 占妇产科板块销售约90%; 3) 造影剂方面, 管理层表示, 受集中采购影响, 恒瑞等主要竞争对手正退出市场, 而公司上半年积极探索新的医院覆盖。康臣药业整体毛利率符合我们预期(78%), 并呈上升趋势。公司运营效率保持良好, 营业利润率约35%, 净资产收益率约24%。

肾病领域管线强劲, 确立专科领导地位

我们看到, 康臣药业正利用尿毒清颗粒的商业化成功, 构建肾科领域全面的研发平台和针对中国肾病管理市场的综合解决方案。公司于7月与北京大学启动合作项目。我们认为, 肾病处方药是中国医疗领域一个巨大但渗透率较低的细分市场。E2这款仿药产品针对类似肾病适应症, 而心血管领域有数十款产品。康臣药业拥有1,500人的自建商业团队, 其中一半以上专注于肾病领域, 约400人在OTC渠道, 300人在妇儿领域。同时, 近两年来国内生物科技公司 and 跨国药企在中国相继获批了一些针对IgA肾病的创新药。我们认为, 来自云顶新耀的耐赋康的威胁有限: 尿毒清颗粒可治疗约1.5亿慢性肾病患者, 而云顶新耀聚焦于中国约400-500万IgA肾病患者。尿毒清颗粒有更长且粘性更高的治疗周期, 可达数年(依从性不断提高), 而云顶新耀为9-10个月。成本优势: 尿毒清颗粒年治疗费用约5,000-7,000元人民币(甲类药物, 政府报销覆盖80-100%), 而云顶新耀年费用超5万元人民币(乙类药物, 报销约60-70%)。优越的可及性: 尿毒清颗粒列入国家基本药物目录, 医院采用范围更广, 而云顶新耀需面对冗长的医院药单准入流程。但整体而言, 我们认为新药也会推动肾病的整体市场教育和患者就诊率, 对整体市场有促进作用。

SOTP目标价上调至15.9港元, 维持增持评级

我们在业绩后举办了投资者交流路演, 管理层将25财年收入增长指引上调至15%以上。25年下半年, 集中采购可能略微影响造影剂板块, 但整体影响可控。我们上调了25财年盈利预测, 预计25财年毛利率稳定在约77%, 销售及管理费用比率保持稳定。公司预计25财年维持约50%的股息率。我们将目标价从13.9港元上调至15.9港元, 继续看好公司稳健的经营和高股息。康臣药业在市场波动及地缘政治不确定性中具防御性定位。风险: 带量采购、监管及报销风险。

盈利预测及估值

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合并收入	2,590	2,967	3,488	3,891	4,367
同比增长	11%	15%	18%	12%	12%
经调整净利润	794	928	1,090	1,208	1,331
同比增长	15%	17%	17%	11%	10%
全面摊薄每股盈利(港元)	1.08	1.27	1.46	1.62	1.78
市盈率(x)	8.5	7.2	6.3	5.7	5.1
市净率(x)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1
股息率	4.9%	6.9%	8.0%	8.8%	9.7%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

陈铸鸿, PhD

+852 3189 6354

jonahchen@cmschina.com.hk

陈泓道

+852 3189 6142

georgechen@cmschina.com.hk

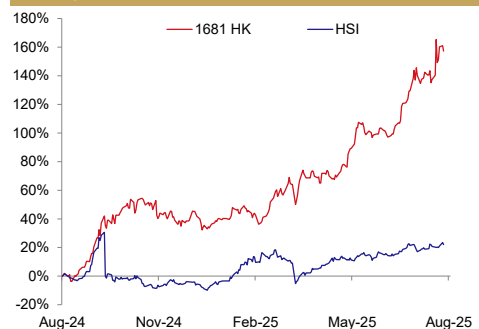
最新变动

公司更新及目标价调整

增持

前次评级	增持
股价(2025年8月27日)	14.4港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	15.9港元 (+10%)
前次目标价	13.9港元

股价表现



%	1m	6m	12m
1681 HK	8.5	78.6	157.2
恒生指数	1.4	9.4	22.0

行业: 医药医疗

恒生指数(2025年8月27日)	25,202
国企指数(2025年8月27日)	9,020

重要数据

52周股价区间(港元)	5.3-15
港股市值(百万港元)	12,261
日均成交额(百万港元)	34.8

主要股东

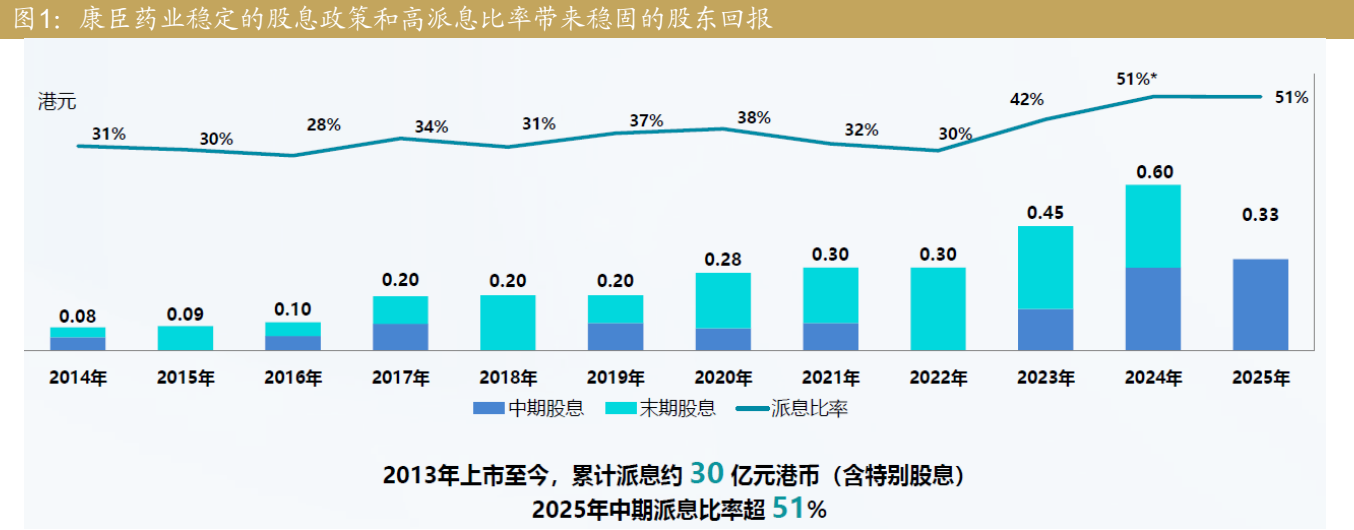
大股东及管理层	40%
德福资本	5%
自由流通量	55%

资料来源: 公司, 彭博

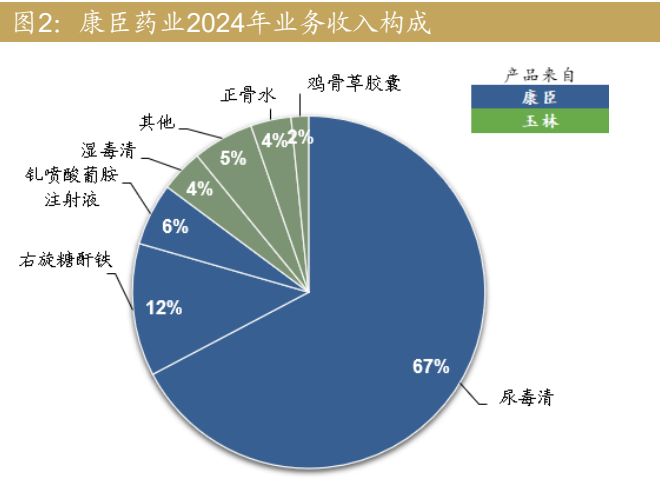
相关报告

- 康臣药业 (1681 HK) - 具防御属性的中药细分领域领军企业; 市场波动中股价稳健(增持) (2025/4/11)
- 康臣药业 (1681 HK) - 预计肾科与妇儿用药将在2025年维持稳健增长(增持) (2024/11/22)
- 康臣药业 (1681 HK) - Robust kidney & OB/GYN revenue growth in 1H23 (增持) (2023/8/28)

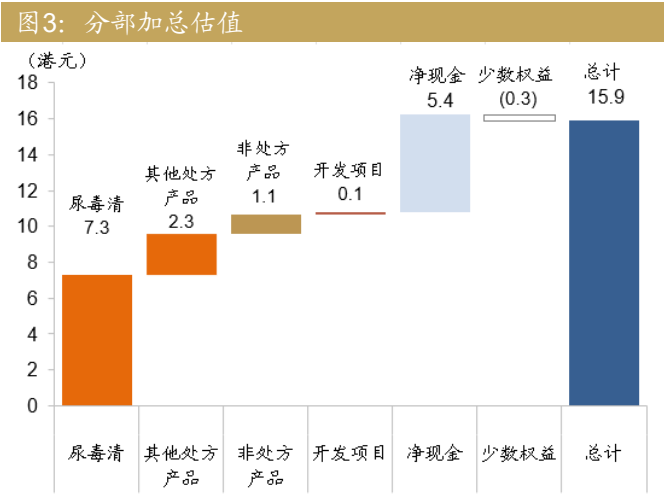
重点图表



资料来源: 公司PPT



资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)



资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图4: 康臣药业股份回购历史

回购年份	回购股数(万股)	回购金额(万港元)
2015	224.30	1,050.68
2016	2,348.90	9,622.68
2017*	14,614.02	56,073.99
2019	1,035.20	5,290.78
2020	4,590.70	17,051.00
2021	1,011.50	3,683.60
2022	799.60	3,494.38
2025	519.50	5,853.11
合计	25,143.72	102,120.22

上市以来, 累计以 10.2 亿港元, 回购并注销超 2.5 亿股

资料来源: 公司PPT



资料来源: 公司PPT

图6: 康臣药业25年上半年各业务线增长回顾, 以及25年下半年预测

Operations	2025 1H	2025 2H	2025E
	141		
Revenue breakdown (As reported)	0		
Kidney medicines	1,131	1,265	2,396
Contrast medium	95	84	178
Orthopedics (骨科)	101	184	286
Dermatologic (皮肤病学)	40	81	121
Hepatobiliary (肝胆)	18	31	49
Women and children	172	262	434
Others	12	13	25
Total	1,569	1,920	3,488
% of sales by segment			
Kidney medicines	72%	66%	69%
Contrast medium	6%	4%	5%
Orthopedics (骨科)	6%	10%	8%
Dermatologic (皮肤病学)	3%	4%	3%
Hepatobiliary (肝胆)	1%	2%	1%
Women and children	11%	14%	12%
Others	1%	1%	1%
-			
Total	100%	100%	100%
% YoY by segment			
Kidney medicines	28%	14%	20%
Contrast medium	22%	-9%	5%
Orthopedics (骨科)	2%	20%	13%
Dermatologic (皮肤病学)	20%	-2%	4%
Hepatobiliary (肝胆)	5%	4%	4%
Women and children	18%	22%	20%
Others	5%	5%	5%
-			
Total	24%	13%	18%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图7: 未来三年盈利预测调整

(RMB mn)	2025E			2026E			2027E		
	Before	After	% Change	Before	After	% Change	Before	After	% Change
Income statement									
Consolidated revenue	3,312	3,488	5.3%	3,703	3,891	5.1%	4,147	4,367	5.3%
Legacy Consun Revenue	2,856	3,012	5.4%	3,227	3,393	5.1%	3,649	3,845	5.4%
Yulin Revenue	456	476	4.6%	476	498	4.7%	498	522	4.7%
COGS	(809)	(810)	0.1%	(903)	(904)	0.1%	(1,007)	(1,060)	5.3%
Gross profit	2,502	2,678	7.0%	2,800	2,987	6.7%	3,140	3,306	5.3%
(-) Total SG&A expense	(1,394)	(1,503)	7.8%	(1,566)	(1,646)	5.1%	(1,754)	(1,847)	5.3%
Administrative expenses (excl. assets impairment loss and IPO expense)	(351)	(370)	5.3%	(400)	(420)	5.1%	(448)	(472)	5.3%
Selling and distribution costs	(1,043)	(1,134)	8.7%	(1,166)	(1,226)	5.1%	(1,306)	(1,376)	5.3%
(+/-) Other income/expense, gains/losses	-	-	n.a.	-	-	n.a.	-	-	n.a.
Research & Development cost	(126)	(133)	5.3%	(148)	(156)	5.1%	(166)	(175)	5.3%
EBITDA adjusted (excl. SBC/Listing exp. & incl. profit from JV/Asso.)	1,192	1,259	5.6%	1,327	1,434	8.1%	1,486	1,560	5.0%
Total Depreciation and Amortisation	(84)	(84)	0.0%	(93)	(93)	0.0%	(101)	(101)	0.0%
Stock-Based Compensation	-	-	n.a.	-	-	n.a.	-	-	n.a.
EBIT adjusted (excl. SBC/Listing exp. & incl. profit from JV/Asso.)	1,108	1,174	6.0%	1,234	1,341	8.7%	1,386	1,459	5.3%
(+/-) Profit from JV&Asso.	-	-	n.a.	-	-	n.a.	-	-	n.a.
(+/-) Finance (expense)/income - net	80	80	0.0%	89	90	0.9%	98	101	2.3%
(+/-) Non-Other income/expense, gains/losses	-	-	n.a.	-	-	n.a.	-	-	n.a.
Profit before tax	1,188	1,255	5.6%	1,323	1,431	8.2%	1,484	1,560	5.1%
(-) Tax	(143)	(151)	5.6%	(198)	(215)	8.2%	(223)	(234)	5.1%
(+/-) Minority interest	13	14	8.5%	(1)	8	-687.8%	(4)	(5)	26.6%
Net profit attributable to shareholders (reported)	1,033	1,090	5.5%	1,126	1,208	7.3%	1,266	1,331	5.2%
Adjusted net profit	1,033	1,090	5.5%	1,126	1,208	7.3%	1,266	1,331	5.2%
Adj. EPS Fully diluted (RMB)	1.27	1.34	5.5%	1.39	1.49	7.3%	1.56	1.64	5.2%
EPS Fully diluted (HKD)	1.31	1.46	11.3%	1.43	1.62	13.2%	1.61	1.78	10.9%
Margins (%)			p.p.			p.p.			p.p.
Gross Margin	76%	77%	1.2	76%	77%	1.1	76%	76%	0.0
Adjusted EBITDA Margin	36%	36%	0.1	36%	37%	1.0	36%	36%	-0.1
Adjusted Net Profit Margin	31%	31%	0.1	30%	31%	0.7	31%	30%	0.0
YoY Growth (%)									
Consolidated revenue	12%	18%	5.9	12%	17%	5.7	12%	18%	5.9
Gross profit	12%	19%	7.8	12%	19%	7.5	12%	18%	6.0
Adjusted EBITDA	15%	21%	6.4	11%	20%	9.0	12%	18%	5.6
Adjusted net profit	11%	18%	6.2	9%	17%	8.0	12%	18%	5.8

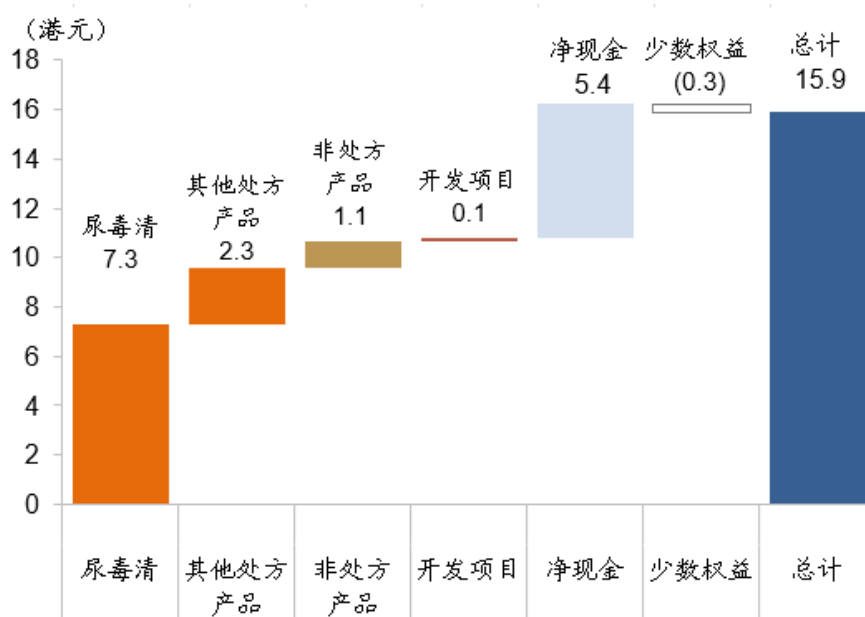
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图8: 分部加总估值表

RMB mn	Before	Revised	Change
UCG (尿毒清颗粒)	4,845	5,382	11%
Other RX products (Change from 6x 2025 PER to 10x)	995	1,678	67%
OTC products (Change from 6x 2025 PER to 10x)	505	799	77%
Property NAV at 80% discount	97	97	0%
Enterprise value	6,442	7,956	24%
Add: net cash	3,979	4,010	0%
Less: minority interest	(164)	(245)	64%
Derived market cap	10,256	11,721	14%
TP (HKD)	13.9	15.9	14%

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

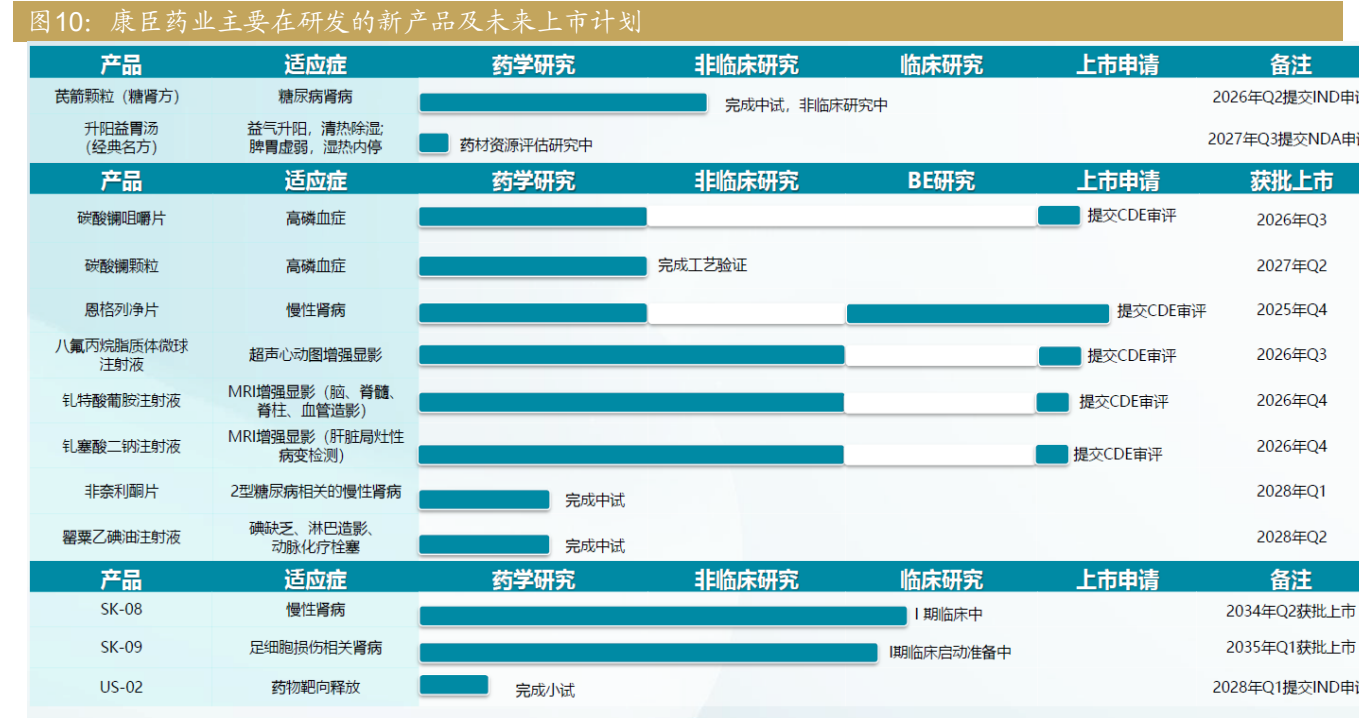
图9: 分部加总估值



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

肾病领域管线强劲，致力于建立长期的专科领导地位

康臣药业核心产品打造“1+6”产品格局，以肾科为旗舰，并推影像、妇儿、骨伤、皮肤、肝胆、消化系列品种，拥有丰富的产品组合并持续开展新技术创新、新产品研发。



资料来源: 公司PPT

康臣药业建有由企业投资的“肾病药物研究中心”，研发团队规模逾100人，同时拥有1个“博士后科研工作站”、1个省级“工程技术研究中心”、1个省级“技术创新中心”、1个省级“企业研究开发中心”、2个省级“企业技术中心”，并与东南大学附属中大医院、北京大学医学部、深势科技、香港浸会大学、澳门科技大学、广州药科大学、北京中医药大学、广州中医药大学、浙江中医药大学等高校和机构开展深度的产学研合作。截至目前，康臣药业共获得50项专利授权，包括13项国际专利授权。

从预防、诊断到治疗、康护，康臣药业致力于在肾病治疗领域提供全产业链一体化解决方案的同时，深耕影像、妇儿、OTC等领域，向着“打造肾科旗舰，成为多专科领先的一流医药企业”的愿景稳步迈进。

尽管市场目前还不愿意给中药企业管线估值，但在肾科领域，我们看到了康臣作为一家专注且扎实的商业化公司，在对KOL的深度覆盖和新产品的布局上，做了非常多的努力。公司目前肾科产品及在研管线已实现CKD全覆盖，同步布局诱发CKD的相关疾病领域(如DKD、足细胞损伤相关肾病)的治疗药物，以及储备在透析过程中治疗相关并发症的药物，如今年1月13日获批上市的罗沙司他(治疗肾性贫血)，及已经提交CDE审评的碳酸镧咀嚼片(治疗高磷血症)。

近年来，事关中医药的政策利好不断，如《关于促进中医药传承创新发展的意见》、《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》、《“十四五”中医药发展规划》、《中医药振兴发展重大工程实施方案》等顶层设计文件相继出台，从支付报销到产业发展，从质量监管到科技创新，这些政策新规正全方位重塑国内中医药发展格局。因此，当市场如果能深入认知并且演绎到这个阶段，我们愿意给康臣的研发资产一部分的股权估值。因此，在乐观假设的情况下，我们认为管线大致能给到15-20亿港元，大致对应2-2.5港元/股。因此乐观假设的目标价会在SOTP的估值基础上，达到18港元。

2025 年 8 月 28 日 (星期四)

财务预测表

资产负债表

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
非流动资产	1,230	1,302	1,418	1,525	1,624
物业、厂房及设备	739	798	951	1,095	1,232
无形资产	283	269	239	209	179
租赁预付款	125	128	121	113	106
递延税资产	18	13	13	13	13
其他	65	85	85	85	85
流动资产	4,278	4,551	5,063	5,617	6,235
库存	367	290	322	359	421
出借及应收款	328	396	478	533	598
现金及现金等价物合计	3,583	3,866	4,263	4,724	5,216
资产总计	5,508	5,853	6,481	7,142	7,860
流动负债	1,495	1,371	1,380	1,389	1,406
贸易应付款	83	76	84	94	110
应付所得税	43	48	48	48	48
短期银行债务	503	253	253	253	253
其他	2	2	2	2	2
非流动负债合计	94	89	89	89	89
递延政府补贴	19	15	15	15	15
递延税项	75	75	75	75	75
长期银行借款	-	-	-	-	-
股东权益合计	3,627	4,098	4,703	5,346	6,053
少数股东权益	292	295	309	317	312
负债与股东权益总计	5,508	5,853	6,481	7,142	7,860

利润表

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,590	2,967	3,488	3,891	4,367
销售成本	(668)	(725)	(810)	(904)	(1,060)
毛利	1,922	2,242	2,678	2,987	3,306
(-) 营销与行政费用合计	(1,155)	(1,285)	(1,503)	(1,646)	(1,847)
行政管理费用	(303)	(303)	(370)	(420)	(472)
销售费用	(852)	(982)	(1,134)	(1,226)	(1,376)
(+/-) 其他收入/费用	56	14	-	-	-
(+/-) 合联营公司利润	-	-	-	-	-
经调整 EBITDA	901	1,036	1,259	1,434	1,560
股权激励费用	-	-	-	-	-
折旧与摊销费用合计	(78)	(64)	(84)	(93)	(101)
经调整 EBIT	823	972	1,174	1,341	1,459
(+/-) 净财务(费用)/收入	39	46	80	90	101
(+/-) 其他收入/费用	2	3	-	-	-
税前盈利	864	1,020	1,255	1,431	1,560
(-) 所得税	(77)	(103)	(151)	(215)	(234)
净利润	787	917	1,104	1,216	1,326
(-) 少数股东权益	(2)	(7)	(14)	(8)	5
归属股东净利润	785	910	1,090	1,208	1,331
经调整净利润	794	928	1,090	1,208	1,331
稀释后每股盈利(人民币)	0.97	1.14	1.34	1.49	1.64
稀释后每股盈利(港元)	1.08	1.27	1.46	1.62	1.78
每股股息(人民币)	0.41	0.57	0.67	0.74	0.82
每股股息(港元)	0.45	0.64	0.73	0.81	0.89

现金流量表

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	796	798	990	1,124	1,202
税前盈利	864	1,020	1,255	1,431	1,560
流动资金变动前产生现金	856	794	1,259	1,434	1,560
流动资金	(17)	131	(105)	(83)	(111)
税费支出	(20)	(103)	(151)	(215)	(234)
利息支出	(23)	(25)	(13)	(13)	(13)
投资活动现金流	(232)	(288)	(107)	(98)	(87)
资本支出	(52)	(150)	(200)	(200)	(200)
购买/(处置)子公司	-	-	-	-	-
购买/(处置)合联营公司	-	-	-	-	-
收取利息	69	88	93	102	113
其他	(248)	(226)	-	-	-
筹资活动现金流	(257)	(350)	(485)	(565)	(624)
注资	-	-	-	-	-
收购少数权益	-	-	-	-	-
股票回购	-	(20)	(20)	(20)	(20)
派息	(326)	(330)	(465)	(545)	(604)
银行净贷款	63	-	-	-	-
期初现金数	2,450	2,748	2,908	3,305	3,766
现金变动	307	159	398	461	491
汇率变动影响	(9)	-	-	-	-
期末现金数	2,748	2,908	3,305	3,766	4,258

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
收入	11%	15%	18%	12%	12%
毛利	9%	17%	19%	12%	11%
经调整净利润	15%	17%	17%	11%	10%
盈利能力					
毛利率	74%	76%	77%	77%	76%
经调整净利率	31%	32%	32%	31%	30%
ROE	23%	24%	25%	24%	23%
ROA	15%	16%	18%	18%	18%
营运能力					
库存周转日数	176	165	138	137	134
应收账款周转日数	45	45	46	47	47
应付账款周转日数	39	40	36	36	35
现金循环周期	181	170	147	149	146
偿债能力					
自由现金流(百万人民币)	744	648	790	924	1,002
净负债率(%)	(79)	(82)	(80)	(79)	(78)

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本

2025 年 8 月 28 日 (星期四)

文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828