

业绩承压，CKBA 逐步拓宽边际

——泰恩康 2025 年中报点评

核心观点

- **两性健康板块竞争加剧，业绩承压。**25H1 公司实现营收 3.47 亿元（同比-12.23%），归母净利润 0.37 亿元（同比-56.75%），扣非归母 0.37 亿元（同比-56.30%），业绩承压明显。眼科用药和两性健康用药营收同比下滑（分别同比-9.02%/-48.75%），其中两性健康用药竞品数量持续增加、市场竞争激烈导致营收下滑较显著，预计眼科和两性健康板块存量业务将继续承压，后续随公司其他产品获批将会逐渐改善。
- **和胃整肠丸国产化加速，成长动能即将切换。**和胃整肠丸境内生产上市申请已获受理，安徽工厂已完成产线改造，获批后可迅速实现国产化落地，25H1 胃肠用药增长态势良好（同比+11.04%），和胃国产化落地后该板块增长有望加速。此外，盐酸毛果芸香碱滴眼液、复方硫酸钠片、非那雄胺他达拉非胶囊等特色仿制药品种已递交 NDA，均为高潜品种的潜在首仿，未来公司肠胃、眼科、两性健康三大核心板块的销售规模有望实现跨越式增长。
- **CKBA 临床进展顺利，适应症拓展打开想象空间。**CKBA 软膏白癜风适应症 II 期临床已完成，疗效明显，安全性优势突出（1.5% BID 组 TEAE 仅 18% vs 芦可替尼 Ph2 70%），已提交突破性疗法申请同步推进 III 期临床筹备工作。玫瑰痤疮 II/III 期无缝适应性临床试验申请已获 CDE 受理，按 60 个工作日计算预计将于 10 月正式启动。并且基于作用机制探索，公司还计划开展 CKBA 治疗阿尔兹海默症的临床研究，CKBA 有望突破白癜风、玫瑰痤疮和阿尔茨海默症等存在较大未满足临床需求的疾病领域，未来想象空间较大。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报，我们下调两性健康和眼科用药营业收入预测，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.27/0.53/0.92 元（原 2025-2027 年预测为 0.33/0.61/1.01 元），根据可比公司，给予公司 2026 年 70 倍市盈率，对应目标价为 37.10 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	782	999	1,350
同比增长(%)	-2.9%	-5.2%	8.4%	27.8%	35.1%
营业利润(百万元)	191	109	121	239	428
同比增长(%)	-8.7%	-43.1%	11.0%	98.4%	78.9%
归属母公司净利润(百万元)	160	108	116	224	391
同比增长(%)	-8.3%	-32.4%	6.8%	94.0%	74.5%
每股收益(元)	0.38	0.25	0.27	0.53	0.92
毛利率(%)	60.6%	56.7%	57.5%	66.1%	71.0%
净利率(%)	21.1%	15.0%	14.8%	22.4%	29.0%
净资产收益率(%)	8.8%	6.1%	6.3%	11.3%	17.9%
市盈率	93.7	138.8	129.9	67.0	38.4
市净率	8.4	8.5	7.8	7.3	6.5

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08月28日）	35.29 元
目标价格	37.10 元
52 周最高价/最低价	42.26/12.04 元
总股本/流通 A 股（万股）	42,550/30,359
A 股市值（百万元）	15,016
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 09 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.86	-6.54	33.67	168.98
相对表现%	-3.24	-14.47	17.31	133.16
沪深 300%	4.1	7.93	16.36	35.82



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
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524080006

联系人

胡俊涛	hujuntao@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

业绩短期承压，看好中长期成长：——泰 2025-04-30
恩康 24 年报&25 年一季报点评
拐点将至，CKBA 打开成长空间：——泰 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		
		2025/8/28	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
白云山	600332	26.84	1.74	1.96	2.14	2.32	15.39	13.69	12.52	11.55
一品红	300723	66.13	-1.20	0.44	0.60	0.73	-55.31	151.92	109.34	90.43
信立泰	002294	48.97	0.54	0.62	0.73	0.84	90.75	79.15	67.37	58.32
奥赛康	002755	23.65	0.17	0.21	0.28	0.39	136.94	111.71	83.75	60.50
同仁堂	600085	36.08	1.11	1.29	1.49	1.72	32.42	28.02	24.18	20.95
微芯生物	688321	35.86	-0.28	0.10	0.35	0.83	-127.62	347.14	103.19	43.39
最大值							136.94	347.14	109.34	90.43
最小值							(127.62)	13.69	12.52	11.55
平均数							15.43	121.94	66.72	47.52
调整后平均								93	70	46

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					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	456	542	620	714	1,017
应收票据、账款及款项融资	351	337	364	465	629
预付账款	18	13	16	20	26
存货	87	105	96	103	122
其他	276	146	228	218	201
流动资产合计	1,187	1,142	1,325	1,520	1,995
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	230	512	507	499	491
在建工程	247	2	17	24	28
无形资产	158	159	209	226	242
其他	407	495	418	448	451
非流动资产合计	1,042	1,169	1,150	1,197	1,211
资产总计	2,229	2,311	2,475	2,718	3,206
短期借款	54	132	188	288	503
应付票据及应付账款	121	168	123	149	176
其他	78	74	78	78	79
流动负债合计	253	375	389	514	758
长期借款	108	84	84	84	84
应付债券	0	0	0	0	0
其他	39	36	37	36	37
非流动负债合计	147	120	121	120	121
负债合计	400	495	510	634	879
少数股东权益	39	49	44	29	(0)
实收资本（或股本）	425	425	425	425	425
资本公积	862	858	897	897	897
留存收益	503	484	600	732	1,005
其他	(0)	(0)	0	0	0
股东权益合计	1,829	1,816	1,965	2,083	2,327
负债和股东权益总计	2,229	2,311	2,475	2,718	3,206

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	154	97	110	209	362
折旧摊销	38	51	56	61	66
财务费用	(6)	4	5	7	11
投资损失	(8)	(3)	(7)	(6)	(5)
营运资金变动	54	36	(51)	(92)	(164)
其它	(138)	(97)	2	(6)	2
经营活动现金流	94	89	115	174	273
资本支出	(300)	(76)	(107)	(77)	(77)
长期投资	0	0	(0)	0	0
其他	(91)	142	(8)	(9)	20
投资活动现金流	(391)	66	(114)	(86)	(57)
债权融资	120	(12)	(12)	4	1
股权融资	(58)	(4)	39	0	0
其他	(116)	(55)	51	1	86
筹资活动现金流	(54)	(71)	77	5	87
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(351)	85	78	94	303

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	761	721	782	999	1,350
营业成本	300	312	332	339	392
销售费用	137	130	155	209	274
管理费用	66	75	83	107	136
研发费用	63	86	81	88	96
财务费用	(6)	4	5	7	11
资产、信用减值损失	15	5	8	9	7
公允价值变动收益	1	0	1	0	0
投资净收益	8	3	7	6	5
其他	(4)	(2)	(4)	(7)	(11)
营业利润	191	109	121	239	428
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	1	3	3	2	3
利润总额	192	106	119	238	426
所得税	39	9	10	29	64
净利润	154	97	110	209	362
少数股东损益	(7)	(11)	(6)	(15)	(29)
归属于母公司净利润	160	108	116	224	391
每股收益（元）	0.38	0.25	0.27	0.53	0.92

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-2.9%	-5.2%	8.4%	27.8%	35.1%
营业利润	-8.7%	-43.1%	11.0%	98.4%	78.9%
归属于母公司净利润	-8.3%	-32.4%	6.8%	94.0%	74.5%
获利能力					
毛利率	60.6%	56.7%	57.5%	66.1%	71.0%
净利率	21.1%	15.0%	14.8%	22.4%	29.0%
ROE	8.8%	6.1%	6.3%	11.3%	17.9%
ROIC	7.6%	5.1%	5.4%	9.2%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	17.9%	21.4%	20.6%	23.3%	27.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.69	3.05	3.41	2.96	2.63
速动比率	4.33	2.77	3.16	2.76	2.47
营运能力					
应收账款周转率	2.6	2.2	2.4	2.7	2.7
存货周转率	3.5	3.2	3.3	3.4	3.5
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
每股指标（元）					
每股收益	0.38	0.25	0.27	0.53	0.92
每股经营现金流	0.22	0.21	0.27	0.41	0.64
每股净资产	4.21	4.15	4.52	4.83	5.47
估值比率					
市盈率	93.7	138.8	129.9	67.0	38.4
市净率	8.4	8.5	7.8	7.3	6.5
EV/EBITDA	66.0	89.5	81.0	47.8	29.1
EV/EBIT	79.5	130.1	117.0	59.7	33.5

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。