

买入

2025 年 9 月 10 日

肾科中药龙头，业绩稳健上涨，高派息高回购

➤ **整体业绩表现亮眼，经营结构持续优化：**康臣药业在 2025 年上半年展现出亮眼的业绩表现和稳健的增长态势，并积极优化经营结构，深化战略布局。2025 年上半年，集团收入达到 15.69 亿元，同比增长 23.7%。毛利增长约 27.6%至人民币 12.09 亿元。毛利率进一步提升至 77.1%，较 2024 年同期增长 2.4 个百分点，主要归因于中药材原材料采购价格下降。公司股东应占溢利约为人民币 4.98 亿元，同比增长 24.6%。公司延续了高派息政策，董事局建议派发每股 0.33 港元中期股息，派息率超过 51%。

➤ **核心产品驱动增长，各业务板块协同发展：**康臣药业分部，肾科药物销售收入约人民币 11.31 亿元，较 2024 年同期增长约 28.0%，其核心产品尿毒清颗粒持续驱动增长，稳居肾病现代中成药品类领先地位。妇儿药物销售收入约 1.72 亿元，较 2024 年同期增长约 17.5%。其中源力康口服液是唯一进入国家基药、医保目录的口服液补铁剂，深耕儿童、孕产妇 IDA 预防及治疗赛道。2024 年，国家医保局取消其报销适应症限制，显著提高了在成人科室的临床可及性，市场份额稳步提升。医用成像对比剂系列产品销售收入约 0.95 亿元，较 2024 年同期增长约 22.0%。2024 年，公司钆喷酸葡胺注射液多个规格通过一致性评价，并推出康必显（碘克沙醇）、康优显（碘普罗胺）两款 CT 造影剂新品。此外，八氟丙烷脂质体微球注射液等多款在研产品已报产或完成验证待申报，产品管线不断丰富。玉林药业分部，皮肤、肝胆、骨科系列药物销售均有提升，较去年同期增长约 19.7%、4.6%和 2.1%。

➤ **肾病产品突出，占据行业领先地位：**尿毒清颗粒是康臣药业集团的皇牌产品，稳居肾病中成药市场领先地位。作为独家品种，具有独特的市场竞争力。尿毒清颗粒主要用于慢性肾脏病（CKD），能有效降低血清肌酐水平，延缓 eGFR 下降以及 CKD 进展，安全性高。数据表明中国成人 CKD 患病率高达 8.2%，预计患者人数超过 1.2 亿，目标市场规模庞大。尿毒清颗粒是中国首个完成循证医学研究的肾病中成药，并完成了系统生物学研究，临床疗效确切，并获得多部临床指南和专家共识的“强推荐”。由于慢性肾病目前尚无根治手段，且现有治疗药物中缺乏疗效显著的优势竞品，尿毒清颗粒作为一种中成药，在延缓疾病进展方面具备一定的调理作用。其作用机制主要通过肠道途径排泄毒素，具有较高的安全性和用药便利性。此外，该产品凭借出色的销售与公关团队、广泛的适应症范围（覆盖绝大多数肾功能不全患者），以及在医生和患者群体中的广泛认知，临床应用频率较高。同时，该药品已被纳入医保目录，价格较为亲民。在集采背景下，公司采取“以价换量”策略，实现了巩固存量与提升增量的双重突破。综上，预计尿毒清颗粒未来销量有望保持稳定增长。尿毒清的专利保护虽已于 2024 年到期，但由于其复方成分复杂，仿制难度较大，加之新药审评审批流程严格、周期较长，预计该品种在较长时期内仍将保持较高的市场壁垒，竞争格局有望维持相对集中，市场领先地位或将延续。

➤ **维持目标价 25.20 港元，买入评级：**综合考虑公司经营结构持续优化，肾病产品占据市场龙头地位，业绩稳增，高分红与回购共同彰显价值与信心。我们调整 2025-2027 年盈利预测，以 10%的折现率和 0%的永续增长率，算出目标价为 25.20 港元，对应 2025 年市盈率 19 倍，较现价有 59.50%上升空间，维持买入评级。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业 医药
股价 15.80 港元
目标价 25.20 港元
(+59.5%)

股票代码 1681
已发行股本 8.53 亿股
市值 135 亿港元
52 周高/低 16.16 港元/5.41 港元

每股净现值 5.55 港元

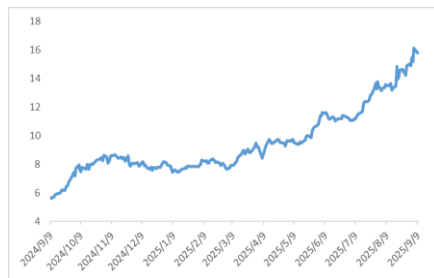
主要股东 中成发展（23.14%），Guidoz Limited（12.91%），GL Chi Long Equity Opportunities Fu（5.03%）

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入（人民币千元）	2,590,115	2,967,235	3,476,555	3,964,287	4,484,951
变动（%）	10.7%	14.6%	17.2%	14.0%	13.1%
净利润（人民币千元）	784,534	910,458	1,051,870	1,176,064	1,305,197
每股摊薄收益（人民币分）	98.0	109.0	123.3	137.9	153.0
变动（%）	13.7%	11.2%	13.1%	11.8%	11.0%
市盈率@ 15.8 港元	14.8	13.3	11.8	10.5	9.5
每股派息（港币元）	0.45	0.60	0.67	0.75	0.83
息率（%）	2.8%	3.8%	4.2%	4.7%	5.3%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入	2,590,115	2,967,235	3,476,555	3,964,287	4,484,951	盈利能力					
毛利	1,921,678	2,242,102	2,676,947	3,032,679	3,408,563	毛利率 (%)	74.2%	75.6%	77.0%	76.5%	76.0%
销售及管理费用	(1,167,805)	(1,293,449)	(1,536,637)	(1,752,215)	(1,982,348)	EBITDA 利率 (%)	33.7%	34.9%	36.6%	35.7%	34.8%
						净利率 (%)	30.3%	30.7%	30.3%	29.7%	29.1%
营运收入	753,873	948,653	1,140,310	1,280,465	1,426,214	营运表现					
其他净收入	118,498	87,629	47,236	47,236	47,236	SG&A/收入 (%)	45.1%	43.6%	44.2%	44.2%	44.2%
财务开支-净额	(21,264)	(24,888)	(5,470)	(6,237)	(7,057)	实际税率 (%)	9.1%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
税前盈利	851,107	1,011,394	1,182,076	1,321,463	1,466,394	股息支付率 (%)	42.0%	51.0%	50.0%	50.0%	50.0%
所得税	(77,149)	(102,732)	(118,055)	(131,994)	(146,487)	存货周转天数	0	165	135	135	135
净利润	784,534	910,458	1,051,870	1,176,064	1,305,197	应收账款天数	0	98	43	43	43
EBITDA	872,371	1,036,282	1,271,263	1,414,051	1,562,434	财务状况					
						负债/权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
增长						收入/总资产	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
总收入 (%)	10.7%	14.6%	17.2%	14.0%	13.1%	总资产/股本	72.8	72.1	81.2	93.4	105.0
EBITDA (%)	8.9%	18.8%	22.7%	11.2%	10.5%	盈利对利息倍数	41.0	41.6	232.4	226.7	221.4
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
现金	2,748,262	2,907,682	3,458,678	4,099,037	4,767,107	税前利润	863,703	1,020,106	1,180,550	1,319,937	1,464,868
应收账款	309,966	370,121	460,389	552,477	611,016	营运资金变化	1,183,434	1,525,575	97,845	71,224	(19,570)
存货	367,087	289,677	310,029	412,008	497,262	其他经营性现金流变化	22,737	24,475	89,187	92,587	96,040
其他流动资产						所得税	(20,033)	(37,180)	(118,055)	(131,994)	(146,487)
总流动资产	3,425,315	3,567,480	4,229,096	5,063,522	5,875,385	营运现金流	2,049,841	2,532,976	1,249,527	1,351,755	1,394,851
固定资产	753,690	811,722	825,468	841,577	855,054	资本开支	(52,564)	(109,002)	(67,126)	(67,126)	(67,126)
无形资产	283,140	268,960	222,624	198,353	163,104	其他投资活动	-	-	-	-	-
其他非流动资产	183,854	201,946	186,052	180,479	174,905	投资活动现金流	(52,564)	(109,002)	(67,126)	(67,126)	(67,126)
总资产	4,645,999	4,850,108	5,463,240	6,283,931	7,068,448	股本变化	0	0	0	0	0
应付账款	942,429	1,061,862	1,270,327	1,535,617	1,659,841	负债变化	(705,669)	(1,433,883)	(5,470)	(6,237)	(7,057)
短期借款	503,418	253,340	253,340	253,340	253,340	股息	(3,677)	(3,677)	(525,935)	(588,032)	(652,599)
其他短期负债	44,931	49,175	49,175	49,175	49,175	其他融资活动	0	0	0	0	0
总短期负债	1,490,778	1,364,377	1,572,842	1,838,132	1,962,356	融资活动现金流	(709,346)	(1,437,560)	(531,405)	(594,269)	(659,655)
长期借款	0	0	0	0	0	现金变化	307,101	170,819	550,996	640,360	668,070
其他长期负债	90,388	81,824	81,824	81,824	81,824	期初持有现金	2,450,173	2,748,262	2,907,682	3,458,678	4,099,037
总负债	90,388	81,824	81,824	81,824	81,824	汇兑影响	0	0	0	0	0
股东权益	4,555,611	4,768,284	5,381,416	6,202,107	6,986,624	期末持有现金	2,748,262	2,907,682	3,458,678	4,099,037	4,767,107
每股账面值	5.62	5.61	6.31	7.27	8.19						
营运资本	1,934,537	2,203,103	2,656,254	3,225,389	3,913,029						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。