

## 康恩贝 (600572.SH)

## 买入 (首次评级)

### 业绩短期承压，经营质量稳中向好

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	6,515	6,473	7,232	8,006	8,877
增长率 yoy (%)	-3.2	-0.6	11.7	10.7	10.9
归母净利润 (百万元)	622	474	644	761	898
增长率 yoy (%)	5.2	-23.8	35.8	18.1	18.0
ROE (%)	9.5	6.9	9.1	10.1	11.2
EPS 最新摊薄 (元)	0.25	0.19	0.25	0.30	0.35
P/E (倍)	17.9	23.5	17.3	14.6	12.4
P/B (倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

**2025 年四季度业绩承压，主要系药品制剂销售收入占营收比重下降的影响，以及计提资产减值准备、其他一次性损益影响等非经常性因素所致。** 2025 年公司实现营收 64.73 亿元(同比-0.64%)，归母净利润 4.74 亿元 (同比-23.79%)，扣非归母净利润 3.73 亿元(同比-27.67%)；单 Q4 实现营收 14.98 亿元 (同比-6.51%)，归母净利润-1.10 亿元 (同比-205.49%)，扣非归母净利润-0.58 亿元 (同比-162.83%)。分治疗领域看，2025 年心血管系统/生殖泌尿系统和性激素/呼吸系统/消化道及代谢/抗感染用药/肌肉-骨骼系统/其他分别实现营收 5.20/6.06/8.32/12.88/8.63/0.79/13.88 亿元，同比 -0.64%/-5.06%/-25.04%/+15.90%/+1.23%/+17.95%/+2.29%。截至 2025 年四季度末，公司应收账款及应收票据周转天数为 59.44 天，同比-2.87 天，环比-9.82 天。

**2026 年一季度业绩增长亮眼。** 2026Q1 公司实现营收 19.06 亿元(同比+13.10%)，归母净利润 1.98 亿元(同比+4.78%)，扣非归母净利润 2.09 亿元(同比+28.74%)；综合毛利率为 56.74%，同比+1.94pct，我们认为主要系高毛利产品占比提升及中药材价格回落所致。分产品看，2026Q1 药品制剂实现收入 11.55 亿元，同比增长 13.66%，主要产品“康恩贝”肠炎宁系列、金艾康、金康灵力增长较好，“金笛”复方鱼腥草合剂重回增长赛道；健康消费品实现收入 1.95 亿元，同比增长 17.92%，2025 年培育的新品益生菌冻干粉增量明显，主要产品蛋白粉和钙 D 软胶囊也有较好增量；原料药实现收入 2.22 亿元，同比增长 21.43%，通过深化存量客户的合作和增量客户的拓展，主要原料药产品实现较好增长；中药材与中药饮片实现收入 2.78 亿元，同比增长 2.63%。截至 2026 年一季度末，公司应收账款及应收票据周转天数为 54.72 天，同比-11.64 天，环比-4.71 天。

**较强的品牌积淀与市场基础。** 公司建立了深厚的品牌知名度和市场基础，培育出康恩贝、前列康、天保宁三个全国驰名商标和多个知名品牌，在市场上享有良好声誉并占据领先地位。**中药植物药领域**，“康恩贝”肠炎宁系列位居国内中成药零售肠道内服用药市场领导地位，“前列康”品牌经 40 年发展成为前列腺疾病用药驰名商标，“天保宁”作为中国首个符合国际标准的现代植物药制剂，已成为银杏叶制剂知名品牌，“金笛”在呼吸系统品牌知名度不断提升；**化学药领域**，“金艾康”汉防己甲素片在呼吸系统用药领域口碑良好，“金奥康”奥美拉唑系列等具有一定品牌影响力；**健康消费品领域**，通过十余年电商打造，多个主打产品位居主流电商平

#### 股票信息

行业	医药
2026 年 05 月 07 日收盘价(元)	4.39
总市值 (百万元)	11,137.40
流通市值 (百万元)	11,107.80
总股本 (百万股)	2,536.99
流通股本 (百万股)	2,530.25
近 3 月日均成交额(百万元)	272.12

#### 作者



分析师 吴天昊

SAC: S1070526040003

邮箱: wutianhao@cgws.com



分析师 丁健行

SAC: S1070526040001

邮箱: dingjianxing@cgws.com

#### 相关研究

台类目第一，近年重点培育汉威（男性健康）、CONBIUTY（女性美容）、美肤诺（皮肤健康）等细分领域子品牌，持续丰富品牌矩阵并拓展大健康业务。

**优质的营销资源与渠道网络。**公司构建了以 OTC 品牌运营、处方药学术推广及互联网 D2C、O2O 模式为主的综合性营销体系，并设立多个专业化营销团队。公司依托品牌与产品优势，推进大品牌大品种营销规划，拓展销售终端，强化营销队伍建设，形成全国性销售网络。**在零售市场**，数千人 OTC 团队覆盖全国渠道终端，通过多年来持续聚焦零售市场，在品牌定位、产品宣传、市场活动、终端动销、店员推广及消费者教育等各个方面，逐渐形成了一整套特色鲜明且行之有效的营销模式，成功打造多款 OTC 黄金单品。**医疗端**则以浙江、上海、江苏等医药大省为核心，全国医疗终端建立了自营为主的专业化学术推广体系，在多科室建立临床竞争优势。未来公司处方药推广团队将在公司战略引领下，进一步聚焦核心管线，整合营销资源，加快推进全国性医疗终端网络更高水平建设。**新零售方面**，与阿里健康等平台合作，运用 D2C 模式成效显著，并拓展 B2C、O2O 等渠道，取得一定市场规模。

**给予“买入”评级。**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 6.44/7.61/8.98 亿元，同比+35.8%/+18.1%/+18.0%，EPS 为 0.25/0.30/0.35 元，对应 PE17.3x/14.6x/12.4x。考虑到公司具有较强的品牌优势和渠道优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**集采等政策调整风险、中药材价格波动风险、组织架构变革受阻、院外渠道调整不及预期

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	4419	4558	5191	5797	6449
现金	1322	1674	2228	2745	3345
应收票据及应收账款	1147	991	1018	1089	1130
其他应收款	88	62	82	78	83
预付账款	49	35	50	47	51
存货	1266	1230	1256	1276	1280
其他流动资产	548	565	557	561	559
<b>非流动资产</b>	5483	5426	5359	5370	5307
长期股权投资	1568	1589	1661	1737	1811
固定资产	2911	2794	2814	2792	2732
无形资产	390	372	371	367	362
其他非流动资产	614	671	513	473	403
<b>资产总计</b>	9902	9984	10550	11166	11756
<b>流动负债</b>	2516	2438	2616	2745	2771
短期借款	211	157	184	171	177
应付票据及应付账款	984	956	947	973	987
其他流动负债	1321	1325	1484	1602	1607
<b>非流动负债</b>	473	394	416	415	420
长期借款	118	40	52	59	61
其他非流动负债	355	354	364	356	359
<b>负债合计</b>	2989	2832	3032	3160	3191
少数股东权益	93	105	135	167	207
股本	2583	2535	2537	2537	2537
资本公积	286	284	282	282	282
留存收益	4251	4168	4438	4755	5130
归属母公司股东权益	6820	7047	7383	7840	8358
<b>负债和股东权益</b>	9902	9984	10550	11166	11756

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1013	943	1090	1110	1188
净利润	658	492	674	793	937
折旧摊销	350	350	318	347	367
财务费用	-19	-7	-12	-15	-22
投资损失	-66	-78	-72	-75	-74
营运资金变动	12	123	159	40	-45
其他经营现金流	78	63	24	21	24
<b>投资活动现金流</b>	-212	-65	-117	-219	-168
资本支出	291	147	235	257	244
长期投资	26	21	-72	-75	-74
其他投资现金流	53	61	190	114	150
<b>筹资活动现金流</b>	-1915	-493	-418	-374	-420
短期借款	-438	-53	27	-13	7
长期借款	-187	-78	12	7	2
普通股增加	13	-48	2	0	0
资本公积增加	75	-2	-2	0	0
其他筹资现金流	-1378	-312	-457	-368	-429
<b>现金净增加额</b>	-1109	383	555	517	600

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	6515	6473	7232	8006	8877
营业成本	3053	3023	3294	3545	3834
营业税金及附加	80	88	93	106	116
销售费用	1916	2023	2279	2513	2824
管理费用	565	542	579	640	710
研发费用	300	262	289	320	355
财务费用	-19	-7	-12	-15	-22
资产和信用减值损失	-51	-105	-78	-91	-85
其他收益	111	88	100	94	97
公允价值变动收益	30	64	47	56	51
投资净收益	66	78	72	75	74
资产处置收益	21	5	13	9	11
<b>营业利润</b>	799	673	863	1039	1207
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	21	30	26	28	27
<b>利润总额</b>	780	645	840	1013	1183
所得税	122	154	165	220	245
<b>净利润</b>	658	492	674	793	937
少数股东损益	36	17	30	32	40
<b>归属母公司净利润</b>	622	474	644	761	898
EBITDA	1115	986	1146	1344	1528
EPS (元/股)	0.25	0.19	0.25	0.30	0.35

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-3.2	-0.6	11.7	10.7	10.9
营业利润 (%)	1.3	-15.7	28.2	20.3	16.2
归属母公司净利润 (%)	5.2	-23.8	35.8	18.1	18.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	53.1	53.3	54.5	55.7	56.8
净利率 (%)	10.1	7.6	9.3	9.9	10.6
ROE (%)	9.5	6.9	9.1	10.1	11.2
ROIC (%)	8.8	6.5	8.7	9.7	10.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	30.2	28.4	28.7	28.3	27.1
净负债比率 (%)	-11.3	-17.6	-25.1	-30.4	-35.6
流动比率	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.6	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	5.8	6.1	7.2	7.6	8.0
应付账款周转率	4.1	3.9	4.5	4.8	5.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.19	0.25	0.30	0.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.40	0.37	0.43	0.44	0.47
每股净资产 (最新摊薄)	2.69	2.78	2.88	3.03	3.20
<b>估值比率</b>					
P/E	17.9	23.5	17.3	14.6	12.4
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	9.4	10.1	8.2	6.6	5.5

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

### 北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686