

康恩贝(600572)

报告日期: 2023年03月27日

## 中药大健康，混改新起点

### ——康恩贝深度报告

#### 投资要点

##### □ 核心变化：聚焦主业，国资入主，运营提效

回顾历史，康恩贝曾尝试在多个相关领域布局，缺乏聚焦。康恩贝以中药植物药为核心，产品丰富，旗下有肠炎宁、金笛、前列康等多个品牌，品牌知名度强，但在增长遇到瓶颈阶段，公司曾基于医药行业政策变化在多个相关业务领域做过布局以求突破，包括收购珍诚医药、贵州拜特、参股创新药公司嘉和生物等。

展望未来，聚焦主业，国资入主，激励落地，资产整合，企业迎来发展新机遇。

(1) 国资入主，混改落地：2020年7月，浙江国资收购康恩贝20%的股权；2021年7月，康恩贝混改方案正式获批，公司决策制度焕新、管理机制完善；

(2) 股权激励：2022年9月，公司发布2022年股票期权激励计划，完善员工激励制度；

(3) 聚焦主业：2021年公司陆续转让处置低效和无效资产，包括兰信小贷、贵州拜特等，强调聚焦中医药健康主业，同时资金回笼有助于降低公司财务费用；

(4) 资产整合：2022年9月公司收购浙江国资平台下浙江中医药大学饮片公司66%的股权，拓展中药饮片业务，国资平台为公司发展持续赋能。

##### □ 成长驱动力：三条主线，成长新逻辑

###### ➢ 主线一：产品梯队化，成长均衡化

公司构筑全系列产品的梯队，2021年公司亿元以上销售额的品牌或产品有14个；产品梯队布局领域丰富，包括消化道、呼吸道、心脑血管、神经等多适应症领域，为公司带来多增长点，同时降低单一品种业务结构过于集中、受行业和政策影响过大的风险。

###### ➢ 主线二：品牌化建设，定位中药大健康

公司产品结构重心从处方药向非处方药和健康消费品发展，2019-2021年公司非处方药和健康消费品的收入比例从40.8%上升至51.6%；在自我诊疗大健康领域，全系列产品群便于公司构建“康恩贝”品牌价值，在后续新产品进行药店端营销和院端推广时，有望形成品牌协同，降低销售费用率，提升盈利水平。

###### ➢ 主线三：新适应症+基药，医保政策新增量

在院内产品端，一方面，公司不断增加产品新适应症研发，“金艾康”牌汉防己甲素在骨科和风湿领域加大拓展，“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片调入2020年国家医保目录并加大县级医院覆盖，快速提升销量；另一方面，公司在持续为产品纳入基药目录做准备，包括“至心研”牌麝香通心滴丸、“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片等产品，基药品种有望快速覆盖基层医院，为公司院内渠道带来新增量。

##### □ 盈利预测与估值

我们预计公司2022-2024年营业收入分别为60.18/70.30/81.31亿元，同比增速分别为-2.2%/16.8%/15.7%；归母净利润分别为3.43/6.43/8.09亿元，同比增速分别为-82.9%/87.4%/25.9%；对应PE分别为41.7x/22.3x/17.7x。我们选择同样具有大健康业务和处方药业务的华润三九、具有国企改革属性的太极集团、昆药集团作为可比公司，参考可比公司估值，我们给予公司2023年25.14倍PE，目标价为6.27元/股，首次覆盖予以“增持”评级。

##### □ 风险提示

公司核心产品受到集采等因大幅降价的风险；公司管理效率改善不及预期的风险；原料药价格波动风险。

#### 投资评级：增持(首次)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

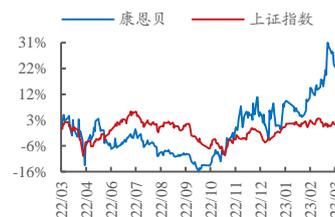
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 5.57
总市值(百万元)	14,315.11
总股本(百万股)	2,570.04

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《改革释放潜力，扩张增强动力》2015.04.13

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,151	6,018	7,030	8,131
(+/-) (%)	4.09%	-2.16%	16.80%	15.67%
归母净利润	2,009	343	643	809
(+/-) (%)	343.24%	-82.93%	87.37%	25.90%
每股收益(元)	0.78	0.13	0.25	0.31
P/E	7.12	41.73	22.27	17.69

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 核心变化：聚焦主业，国资入主</b>	<b>5</b>
1.1 回顾历史：缺乏核心聚焦领域	5
1.2 核心变化：混改方案落地，国企改革启动	7
1.2.1 国资入主：民营企业转为国有控股，开启国企改革	7
1.2.2 混改激励：激励方案落地，完善员工激励制度	7
1.2.3 聚焦主业：剥离低效业务，构建新成长曲线	8
1.2.4 资产整合：整合优质医药资产，打造浙江省中医药健康产业平台	9
<b>2 成长驱动力：三条主线，成长新逻辑</b>	<b>9</b>
2.1 产品梯队化，成长均衡化	9
2.2 品牌化建设，定位中药大健康	11
2.3 新适应症+基药，医保政策新增量	12
<b>3 盈利预测与投资建议</b>	<b>13</b>
3.1 收入预测	13
3.2 盈利能力预测	14
3.3 可比公司估值	15
<b>4 风险提示</b>	<b>15</b>

## 图表目录

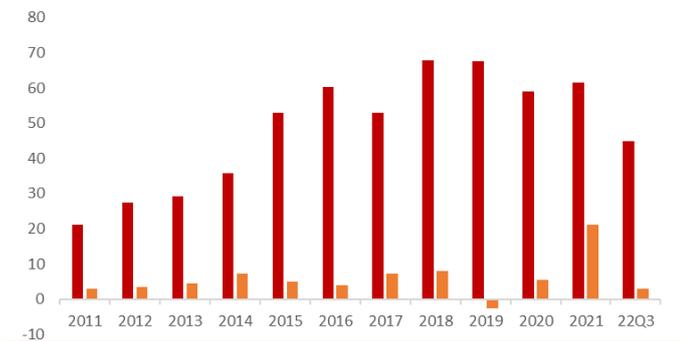
图 1: 2011-2022Q3 公司营业收入和净利润变化.....	5
图 2: 丹参川芎嗪注射液销量变化.....	6
图 3: 2014-2020 年贵州拜特销售收入及净利润.....	6
图 4: 2020.10-2023.3 嘉和生物股价变化.....	6
图 5: 2020-22Q3 公司公允价值变动损益.....	6
图 6: 公司股权结构和组织架构图(截至 2022Q3).....	7
图 7: 2018-22Q3 公司资产减值损失变化.....	8
图 8: 2020-22Q3 公司货币资金季度变化.....	9
图 9: 2014-22Q3 公司财务费用率变化.....	9
图 10: 公司主要品牌矩阵.....	10
图 11: 2013-2019 年公司工业收入结构变化.....	11
图 12: 2019-2021 年公司收入结构变化.....	11
图 13: 公司非处方药业务主要品牌.....	12
图 14: 2018 年-22Q3 公司销售费用率变化.....	12
表 1: 2014-2020 公司公告收购历程.....	5
表 2: 公司股票期权激励计划具体行权目标.....	8
表 3: 公司清理低效资产进程.....	8
表 4: 2021 年公司旗下品牌系列按销售额划分(部分产品).....	10
表 5: 公司核心产品销量及变化.....	10
表 6: 2020-2024E 公司各业务收入及预测.....	14
表 7: 2019-2024E 公司费用率拆分及预测.....	15
表 8: 可比公司估值.....	15
表附录: 三大报表预测值.....	16

## 1 核心变化：聚焦主业，国资入主

### 1.1 回顾历史：缺乏核心聚焦领域

回顾历史，公司持续聚焦核心业务领域不足，降低经营效率。康恩贝的核心优势在于产品丰富，品牌知名度强，旗下有肠炎宁、前列康等多个知名品牌及系列产品，但在增长遇到瓶颈阶段，公司曾基于医药行业政策变化在多个相关业务领域做过布局投资以尝试突破；然而多线布局分散了公司核心主业资源力量，降低了公司经营效率，还受到近年来行业政策多变带来的严重冲击，经营发展和业绩出现较大波折。我们梳理了2014-2018年公司重要收购和参股事项如下：

图1： 2011-2022Q3 公司营业收入和净利润变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1： 2014-2020 公司公告收购历程

披露日期	交易标的	交易价值(万元)
2020-03-21	JHBP(CY)4.4284%股权	2,878.49
2018-08-29	嘉和生物 8.6455%股权	30,000.00
2018-06-02	嘉和生物 21.05%股权	65,225.00
2015-06-04	贵州拜特 49%股权	95,550.00
2014-07-08	贵州拜特 51%股权	99,450.00

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**珍诚医药出表，进一步“瘦身提效”：**2014-2015年，为把握政府有关药品互联网销售政策（征求意见稿）发布带来的机会，加快公司业务的互联网+。公司分别收购浙江珍诚医药在线股份有限公司 30.81%和 26.44%股权，进入到医药电商领域。珍诚医药是国内首批 B2B 医药电商之一，并购珍诚医药让公司的医药商业业务规模在 2016 年曾达到 21 亿。但由于政府有关药品互联网销售政策未如期正式出台，且 2017 年珍诚医药的医药电商业务的盈利不及预期，2017 年 2 月公司将持珍诚医药 57.25%股权置出转让给原大股东胡季强控股浙江博康医药投资。

**注射剂政策变化下，剥离贵州拜特，助力低效资产出清：**2014-2015 年，公司分别收购拜特制药 51%和 49%股权，进入中药注射剂领域。虽然与原有品牌 OTC 定位有差异，但短期让公司增加了丹参川芎嗪注射液 10 亿级重磅大品种，同时使公司净利润从 2013 年的 4.54 亿元，增长到 2017 年的 7.30 亿元，短期拜特制药对于公司的规模扩张起到了重要作用。但同时，2019 年贵州拜特丹参川芎嗪注射液被列入国家合理用药重点监控药品目录，公司的业务受到严重冲击。2019 年公司随之开始对贵州拜特公司计提商誉及无形资产减值准备（共计提 7.51 亿元），导致公司 2019 年业绩出现亏损。2021 年贵州拜特停产，2022 年公司 1.4 亿处置了贵州拜特的厂房和土地使用权等固定资产，贵州拜特从康恩贝体系内出清。

图2: 丹参川芎嗪注射液销量变化



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图3: 2014-2020年贵州拜特销售收入及净利润



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

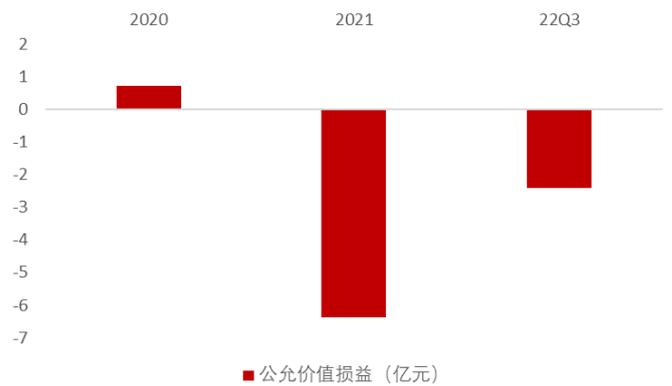
**参股创新药嘉和生物, 带来公允价值波动:** 2018年, 公司参股嘉和生物 25.3% 股权, 切入 biotech 创新药领域, 随着嘉和生物港股上市以及期间股权转让, 现阶段康恩贝持有嘉和生物约 12% 股权, 嘉和生物股价波动影响公司利润表中公允价值变动净收益, 2021 年公司公允价值变动损益为亏损 6.37 亿元, 拖累公司业绩。

图4: 2020.10-2023.3 嘉和生物股价变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 2020-22Q3 公司公允价值变动损益



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从康恩贝以上战略布局看, 公司曾在医药多领域做过布局和尝试, 但与原有自我诊疗品牌药的优势协同性不足, 业务发展呈现阶段性规模扩大, 但竞争力不够聚焦的状态。随着浙江国资委入主康恩贝, 公司重新聚焦以自我诊疗品牌药为核心的中药大健康领域, 定位浙江国资唯一中药大健康产业平台, 公司发展进入新篇章。

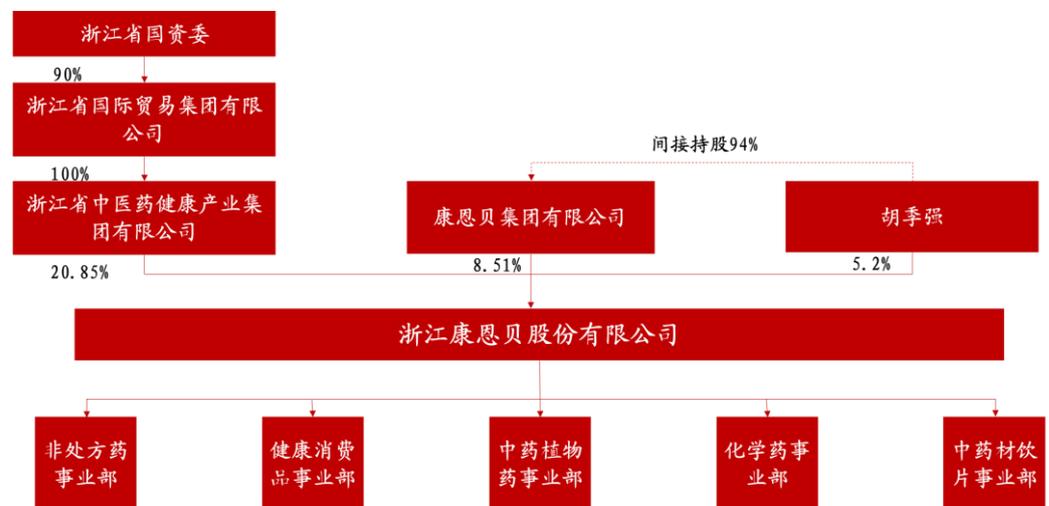
## 1.2 核心变化：混改方案落地，国企改革启动

### 1.2.1 国资入主：民营企业转为国有控股，开启国企改革

**国资入主，民营企业转为国有控股。**2020年7月，浙江国资收购公司20%的股权，公司正式纳入浙江省国贸集团体系，公司控股股东由康恩贝集团变更为浙江省中医药健康产业集团；截至2022Q3，浙江省中医药健康产业集团有限公司持股20.85%，其实控人为浙江省国资委，公司董事长胡季强先生直接持股5.2%、通过康恩贝集团有限公司间接持股8.51%。

**混改方案逐步落地，自上而下提升经营效率。**2021年7月，康恩贝混改方案正式获批，公司制定了新的从上而下的决策制度，包括公司章程、“三重一大”决策制度、投资、财务管理等方面的相关配套制度52个，进一步完善公司管理机制。

图6：公司股权结构和组织架构图（截至2022Q3）



资料来源：公司公告，天眼查，浙商证券研究所

### 1.2.2 混改激励：激励方案落地，完善员工激励制度

**推出股票期权激励计划，完善员工激励制度。**2022年9月，公司发布2022年股票期权激励计划，拟向激励对象授予7,000万份股票期权。2022年11月，公司完成首次股票期权授予，向符合条件的537名激励对象授予6,247.5万份股票期权，代表国资股东出任副董事长的应春晓、副总裁湛明均在本次激励对象中；本次激励目标兼顾企业增速和经营质量、研发投入强度等，从多维度完善考核指标。2022年公司业绩预告中扣非归母净利润为4.75-5.25亿元，同比2021年增长200.26%-231.87%，初步达到2022年股票期权激励目标。

表2: 公司股票期权激励计划具体行权目标

考核指标	第一个行权期	第二个行权期	第三个行权期
	2022年	2023年	2024年
净利润(以2021年扣非后净利润为基准)	≥4.74亿元	≥5.37亿元	≥6.00亿元
	不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值		
加权平均ROE	≥6.5%	≥7%	≥7.5%
	不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值		
研发投入总额占当期工业营收的比例	≥4.5%	≥5%	≥5.5%
净利润现金含量	≥105%	≥105%	≥105%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.2.3 聚焦主业: 剥离低效业务, 构建新成长曲线

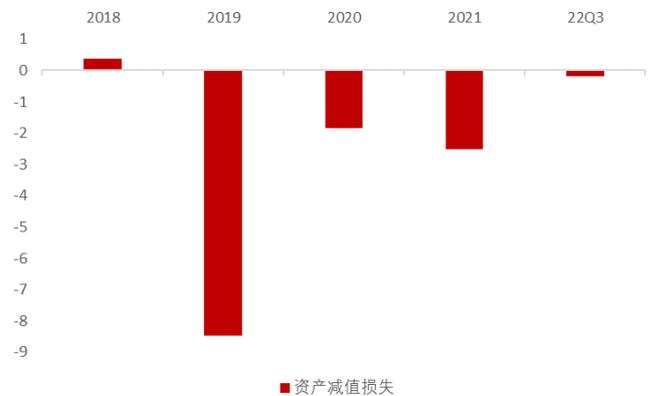
**剥离低效和无效资产, 聚焦中药大健康主业。**公司旗下品牌众多, 包括康恩贝、前列康、天保宁、金奥康、金笛等十余个品牌。2019年, 受到国家卫健委重点监控影响, 丹参川芎嗪注射液销量出现大幅下跌, 导致公司2019-2020年公司营业收入连续出现下降; 2022年, 公司将该品种的生产企业贵州拜特资产处置完成; 此外, 公司对旗下的兰信小贷等多个低效资产开展挂牌转让等措施, 聚焦中医药健康主业。2019-2022Q3, 公司的资产减值损失亏损由8.46亿元下降至亏损0.17亿元。

表3: 公司清理低效资产进程

挂牌时间	资产	处置方式
2021.6	兰信小贷	30%股权转让
2021.11	检康生物	15%股权转让
2021.11	迪耳药业	25%股权转让
2022.1	大晶眼健康	19.6%股权转让

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

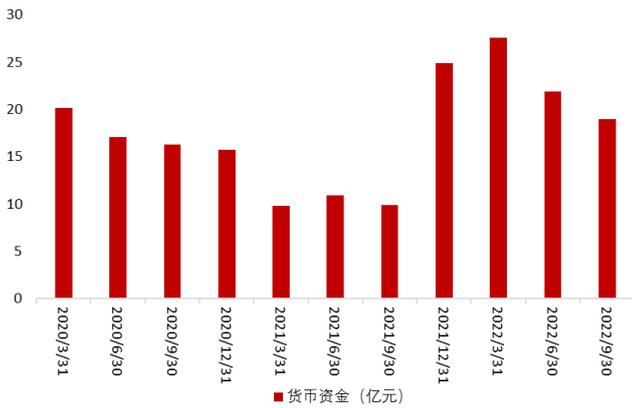
图7: 2018-22Q3公司资产减值损失变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**资产转让为核心主业提供资金保障, 资金回笼有助于降低财务杠杆。**2021年公司转让珍视明公司42%股权, 获得16.8亿元资金, 资产转让帮助公司获得大量资金, 降低财务费用率, 提升公司盈利水平。2022Q3, 公司财务费用率下降至-0.18%、资产负债率32%, 均为公司2012年以来历史最低点。

图8: 2020-22Q3 公司货币资金季度变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 2014-22Q3 公司财务费用率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 1.2.4 资产整合: 整合优质医药资产, 打造浙江省中医药健康产业平台

公司纳入国贸体系后, 国资平台有望为公司进行资源赋能。2022年4月, 公司与浙江中医药大学签订战略合作协议, 公司于2022年9月收购完成中医药大学饮片公司66%的股份, 联合打造“浙江省中医药创新发展联合体”; 公司为浙江中医药大学建设中药炮制、研究中心等提供资金支持, 同时中医药大学为公司研发新中药品种提供技术支持, 公司也将为后续中医药大学的研究成果上市商业化平台等。此外, 2022年8月, 公司受让了控股股东子公司奥托康集团持有的奥托康科技100%股权, 解决化药同业竞争问题, 并对公司现有产业链进行补充协同。

## 2 成长驱动力: 三条主线, 成长新逻辑

### 2.1 产品梯队化, 成长均衡化

公司构筑全系列产品梯队, 2021年公司亿元以上销售额的品牌或产品有14个。公司的产品系列众多, 其中肠炎宁系列为公司的核心大单品, 2021年销售额在5-10亿区间; 此外2-5亿区间产品数量有8个, 包括公司非处方药品牌“金笛”和“前列康”、以及“金艾康”、“至心研”等处方药核心品牌。

梯队产品布局, 抵抗风险能力显著提升。公司的核心优势之一在于其产品梯队布局丰富, 且适应症领域遍布消化道、呼吸道、心脑血管、神经等多领域, 为公司带来多增长点; 与销售结构单一的企业相比, 公司的产品梯队可以显著降低业务结构过于集中、受行业和政策影响过大的风险。

图10: 公司主要品牌矩阵



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

表4: 2021年公司旗下品牌系列按销售额划分(部分产品)

销售量级	产品/系列名称	产品分类
5-10 亿	肠炎宁系列	非处方药
	“金笛”复方鱼腥草系列	非处方药
	“前列康”普乐安片/胶囊	
2-5 亿	“金艾康”汉防己甲素	处方药
	“至心研”麝香通心滴丸	
	“天保宁”银杏叶系列	
	“金奥康”奥美拉唑系列	
1-2 亿	康恩贝牌保健食品	健康消费品
	“金康速力”乙酰半胱氨酸	处方药

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

表5: 公司核心产品销量及变化

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
肠炎宁片(折合24s)销量(百万盒)	46	44	77	78	80	82
yoy		-3.3%	72.9%	1.7%	3.3%	2.2%
“天保宁”银杏叶产品(折合30s)销量(百万盒)	20	20	19	22	21	25
yoy		2.3%	-6.9%	13.8%	-2.1%	20.1%
“前列康”普乐安产品(折合60s)销量(百万盒)	24	20	18	21	18	21
yoy		-16.1%	-11.5%	14.6%	-12.6%	15.9%
“阿乐欣”注射用阿洛西林钠(折合1g)销量(百万瓶)	25	21	23	26	21	11
yoy		-17.5%	11.4%	12.6%	-19.1%	-46.7%
“金艾康”汉防己甲素片(折合12s)销量(百万盒)	3	4	5	6	6	5
yoy		10.6%	33.2%	30.6%	-13.1%	-11.0%
“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片6s销量(百万盒)	4	5	5	7	8	7
yoy		31.0%	12.5%	36.1%	12.5%	-17.4%
“至心研”麝香通心滴丸(折合18s)销量(百万盒)	4	4	6	7	8	10
yoy		20.1%	41.1%	15.0%	19.4%	18.6%
“金笛”复方鱼腥草合剂(折合120ml)销量(百万瓶)	6	8	15	25	31	30
yoy		27.7%	80.6%	70.0%	24.7%	-3.1%
“金奥康”奥美拉唑肠溶胶囊(折合7s)销量(百万盒)	11	14	16	17	20	
yoy		29.0%	14.0%	8.0%	16.7%	

资料来源: 2016-2021年公司年报, 浙商证券研究所

## 2.2 品牌化建设，定位中药大健康

公司产品结构重心从处方药向非处方药、健康消费品发展，处方药集采影响变弱。从公司的收入结构可以看到，2019-2021年公司处方药收入占比从48.6%下降至33.6%，而非处方药+健康消费品的收入比例从40.8%上升至51.6%，体现公司产品战略重心向自我诊疗领域转变。

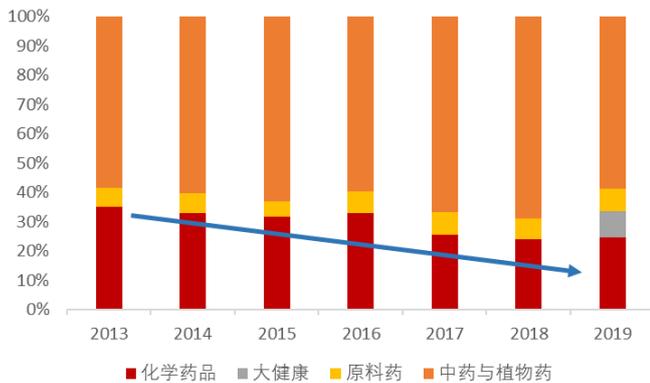
其中，公司非处方药核心品种为肠炎宁、“金笛”复方鱼腥草合剂等：

**(1) 肠炎宁：**根据前瞻产业研究院的数据，2014-2019年中国OTC胃肠用药市场规模CAGR为4.1%；从竞争格局来看，根据中康CMH的数据，肠炎宁连续5年为国内肠道用药中成药第一品牌。2015-2021年公司肠炎宁片销售量CAGR为13.50%，高于行业复合增速。从未来空间来看，在公司战略向大健康领域倾斜的背景下，公司有望持续打造和复制肠炎宁旗舰店样板店，同时加大肠炎宁颗粒剂型在院内的销售和开发，我们认为2022-2024年肠炎宁系列销售有望实现15-20%的增速。

**(2) 金笛：**根据米内网的数据，2019年该品种在感冒用药市场占有率约为2.9%；2015-2020年，“金笛”牌复方鱼腥草合剂销售量CAGR为36.5%，2021年受到疫情下感冒类药品销售管控的影响，该品种销售额同比下滑34%；根据wind医药库，截至2022年，该品种在样本医院销售中超过80%的销售量来自浙江省。考虑到2022Q4开始国内疫情需求和流感防治需求大幅上升，同时公司计划拓展该品种在省外的销售，我们预计2022-2024年该品种销售收入增速有望恢复至疫情前水平，实现35%的复合增速。

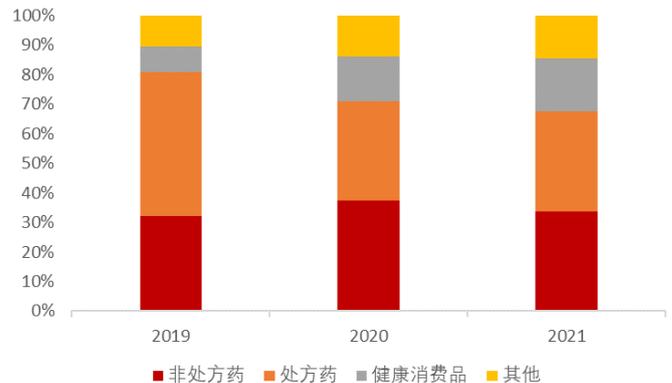
**(3) 前列康：**从竞争格局来看，根据中康开思数据，2020年“前列康”品牌在治疗慢性前列腺增生、前列腺炎的中药领域占有20%左右的市场份额。目前公司在推进前列康系列品种的黄莪胶囊进基药目录工作，有望为该品种带来院内销售新增量。

图11：2013-2019年公司工业收入结构变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图12：2019-2021年公司收入结构变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

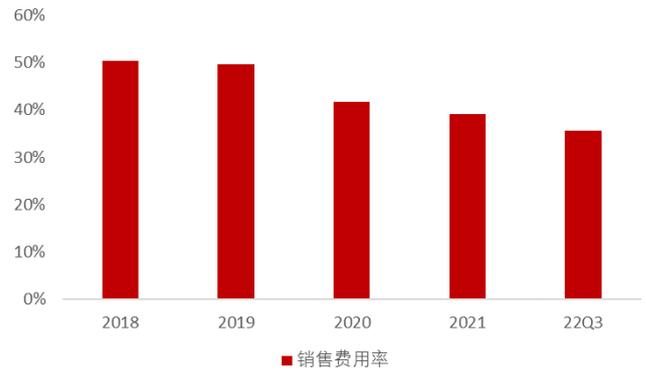
**立足品牌 OTC 及大健康产品领域，品牌建设有望为公司带来降费空间。**我们认为公司的核心优势为构建了全系列产品群，打造“康恩贝”品牌，提升其品牌知名度，新产品进行药店端营销和院内推广时，有望形成品牌协同，降低销售费用率，提升盈利水平。

图13: 公司非处方药业务主要品牌



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图14: 2018年-22Q3公司销售费用率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**重点打造健康保健品业务, 完善大健康平台建设。**2021年公司健康消费品实现收入11.07亿元, 同比增长22.87%; 剔除公司2021年转让的珍视明业务后, 公司健康消费品业务的主要增长动力来自“康恩贝”品牌健康食品。公司加强与“阿里健康”、“京东健康”及“美团”等平台的合作, 同时不断将产品结构从大众保健品向细分精准营养品升级, 根据中商产业研究院的数据, 2017-2020年, 我国保健品行业市场规模CAGR为7.75%, 考虑到公司的健康保健品业务在持续拓展新销售渠道, 我们认为剔除已经出表的珍视明业务后, 2022-2024年公司健康保健品业务收入有望保持20%以上的复合增速。

### 2.3 新适应症+基药, 医保政策新增量

**在院内产品端, 一方面, 公司不断增加产品新适应症开发, 努力提升医保支付占比。**“金艾康”牌汉防己甲素片自2022年1月1日起扩大医保支付范围, 从单纯硅肺和煤硅肺扩大到了其说明书的全部适应症, 包括用于风湿痛、关节痛等疾病的治疗; “金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片调入2020年国家医保目录并加大县级医院的覆盖, 快速提升销量规模。**另一方面, 公司在持续为产品纳入基药目录做准备, 包括“至心研”牌麝香通心滴丸、“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片等产品, 基药品种有望快速覆盖基层医院, 为公司院内渠道带来新增量。**

**基药政策有望给处方药带来新增量。**2019年10月, 国务院发布《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中从国家层面明确基药配备使用的比例, 提出986政策, 即要求“基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%”。我们认为基药政策的持续落地是中药在支付端的利好, 未来公司部分处方品种有望随着基药政策落地加快基层医院覆盖, 从而实现快速增长。

具体品种来看:

(1) “金艾康”: 2015-2021年该品种销量CAGR为9.9%, 其医保支付适应症从肺纤维化等拓展至风湿痛、关节痛等疾病治疗, 根据观研网的数据, 2022-2029年我国类风湿关节炎药物市场规模有望实现12.23%的CAGR; 考虑到类风湿关节炎人群规模高于肺纤维化人群, 我们预计该品种销售有望提速, 2022-2024年有望实现20%以上的复合增速。

(2) “至心研”: 2015-2021年公司“至心研”麝香通心滴丸销量CAGR为22.6%, 始终处于良性增长阶段, 用于冠心病稳定型劳累性心绞痛气虚血瘀证; 根据前瞻产业研究院的

数据，2021-2026年我国心脑血管疾病中成药市场规模有望实现11%的CAGR，考虑到该品种为公司独家品种，且公司在持续为其进入基药目录做准备，我们预计2022-2024年该品种有望实现30%以上的复合增速。

(3)“金康速力”：2015-2021年用于治疗分泌大量浓稠痰液的慢性阻塞性肺病(COPD)，慢性支气管炎(CB)、肺气肿(PE)等慢性呼吸系统感染，2015-2021年该品种销量复合增速为15.1%，其中2021年该品种因调入2020年医保目录，因此销量同比增速为24.5%。从市场格局来看，乙酰半胱氨酸泡腾片市场中康恩贝份额稳居第一，2019-2022年康恩贝市占率从77.5%上升至84.8%，我们预计2022-2024年该品种销售有望稳定保持15%的复合增速。

## 3 盈利预测与投资建议

### 3.1 收入预测

- 1. 非处方药：**参考上文分析，公司非处方药业务包括“肠炎宁”、“金笛”等品种，其中大单品肠炎宁疫后恢复、新剂型肠炎宁颗粒在院内放量等因素，我们认为2022-2024年肠炎宁系列有望实现15-20%的收入增速；此外，虽然因疫情限制销售等原因，公司“金笛”系列2022年增长主要为恢复性增长，增速较慢，但2023-2024年公司计划在呼吸道领域打造以“金笛”为首的产品梯队，有助于该系列产品销售提速。我们预计2022-2024年公司非处方药销售收入同比增速分别为4.6%/17.6%/17.2%（若剔除珍视明业务的影响，我们预计2022年公司非处方药业务销售增速约为10%）；毛利率方面，考虑到通过品牌建设，公司对终端的议价能力不断增强，我们预计2022-2024年公司非处方药业务的毛利率有望上升，分别为75%/75.5%/76%。
- 2. 处方药：**参考上文分析，公司处方药业务主要产品包括“金艾康”、“至心研”、“金康速力”等，其中“金艾康”系列因扩大适应症领域快速实现销售提速，“至心研”、“金康速力”等产品有望调入基药目录、快速覆盖基层医院实现销售提速；此外考虑到2022年疫情影响院内药品销售，2023-2024年处方药销售有望逐步恢复，我们预计2022-2024年公司处方药业务销售收入同比增速分别为0%/15.4%/11.8%（若剔除珍视明业务的影响，我们预计2022年公司处方药业务销售增速约为10%）；毛利率方面，公司处方药品种毛利率波动的原因主要为价格因素，考虑到公司处方药集采风险基本触底，我们预计2022-2024年公司处方药业务后续毛利率表现或较为平稳，有望稳定在79%。
- 3. 健康消费品：**参考上文分析，2021年公司剥离了珍视明业务，因此自2022年起公司健康消费品板块主要收入来自“康恩贝”公司的保健及功能性食品。考虑到公司持续拓展健康消费品的销售渠道至线下，且产品不断向细分营养品聚焦，我们预计2022年该板块销售收入增速为-56.7%（下滑是受到剥离珍视明业务的影响），2023-2024年销售收入增速分别为24.4%/24.5%；毛利率方面，考虑到剔除珍视明系列后该板块产品结构较为稳定，我们预计2022-2024年该业务毛利率稳定在49%。
- 4. 其他：**公司其他类收入主要来自中药材和化学原料药，2022年公司并购浙江中医药大学饮片公司，增加中药材业务收入，因此我们预计2022年公司其他板块收入增速为50.1%，2023-2024年预计该板块收入增速较为平稳，分别为14.9%/15.7%；毛利率方面，考虑到公司收购新的饮片业务后，公司对饮片和原料药业务的增长规划较为稳定，我们预计该板块业务2022-2024年毛利率有望保持在12%。

综上，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 60.18/70.30/81.31 亿元，同比增速分别为-2.2%/16.8%/15.7%，对应毛利率分别为 60.7%/61.0%/60.9%。

表6： 2020-2024E 公司各业务收入及预测

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	5863	6151	6018	7030	8131
yoy	-12.9%	4.9%	-2.2%	16.8%	15.7%
毛利率	65.7%	64.6%	60.7%	61.0%	60.9%
<b>非处方药收入</b>	<b>2214</b>	<b>2066</b>	<b>2161</b>	<b>2542</b>	<b>2980</b>
yoy	1.4%	-6.7%	5%	18%	17%
收入占比	37.8%	33.6%	36%	36%	37%
毛利率	78%	76%	75%	75.5%	76%
<b>健康消费品收入</b>	<b>901</b>	<b>1107</b>	<b>479</b>	<b>596</b>	<b>743</b>
yoy	53.2%	22.9%	-56.7%	24.4%	24.5%
收入占比	15%	18%	8%	8%	9%
毛利率	45%	55%	49%	49%	49%
<b>处方药收入</b>	<b>1971</b>	<b>2082</b>	<b>2082</b>	<b>2401</b>	<b>2684</b>
yoy	-40.3%	5.6%	0.0%	15.3%	11.8%
收入占比	34%	34%	35%	34%	33%
毛利率	81%	80%	79%	79%	79%
<b>其他收入</b>	<b>777</b>	<b>897</b>	<b>1297</b>	<b>1491</b>	<b>1725</b>
yoy	17.9%	15.3%	44.6%	14.9%	15.7%
收入占比	13%	15%	22%	21%	21%
毛利率	17%	13%	12%	12%	12%

资料来源：Wind，浙商证券研究所预测

### 3.2 盈利能力预测

**销售费用率存在持续下降空间。**2018年-22Q3 公司的销售费用率不断下降，从 50.4% 下降至 35.7%。一方面，公司诸多药品集采进院降低了院端推广费用；另一方面，随着公司品牌梯队逐渐壮大，销售规模上升，公司在终端溢价能力不断提升，帮助公司进一步节约销售费用。我们预计公司销售费用率下降的趋势有望在 2022-2024 年持续。

**研发费用率将会提升，**公司的研发投入包括存量品种的二次开发及新品种研发和 BD 等，公司与 2022 年股票期权激励计划中明确提出 2022-2024 年公司研发投入/工业收入目标值不低于 4.5%/5%/5.5%，因此我们预计 2022-2024 年公司研发费用率将持续上升，看好公司加大研发投入带来的成长潜力。

**管理费用率有望保持稳定。**2022 年 9 月，公司发布股票期权激励计划，管理团队较为稳定，我们预计 2022-2024 年公司管理费用率有望处于较为稳定的水平。

表7: 2019-2024E 公司费用率拆分及预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用 (百万元)	3,360	2,469	2,407	2,227	2,517	2,887
销售费用率	49.64%	41.79%	39.13%	37.00%	35.80%	35.50%
管理费用 (百万元)	480	498	517	493	576	667
管理费用率	7.10%	8.43%	8.40%	8.20%	8.20%	8.20%
研发费用 (百万元)	183	185	197	271	351	447
研发费用率	2.70%	3.13%	3.21%	4.50%	5.00%	5.50%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.3 可比公司估值

基于上文分析和假设, 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 60.18/70.30/81.31 亿元, 同比增速分别为 -2.2%/16.8%/15.7%; 归母净利润分别为 3.43/6.43/8.09 亿元, 同比增速分别为 -82.9%/87.4%/25.9%; 对应 PE 分别为 41.7x/22.3x/17.7x。我们选择同样具有大健康业务和处方药业务的华润三九、具有国企改革属性的太极集团、昆药集团作为可比公司, 参考可比公司估值, 我们给予公司 2023 年 25.14 倍 PE, 目标价为 6.27 元/股, 首次覆盖予以“增持”评级。

表8: 可比公司估值

证券简称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (x)			
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
000999.SZ	华润三九	51.56	510	2.48	2.85	3.29	20.79	18.12	15.69
600129.SH	太极集团	35.46	197	0.62	1.02	1.44	56.87	34.87	24.66
600422.SH	昆药集团	18.44	140	0.51	0.82	1.01	36.16	22.45	18.23
<b>平均值</b>							<b>37.94</b>	<b>25.14</b>	<b>19.53</b>
600572.SH	康恩贝	5.57	143	0.13	0.25	0.31	41.73	22.27	17.69

资料来源: Wind, 浙商证券研究所预测

注: 收盘价及市值数据来自 2023.3.27, 可比公司 EPS 和 PE 来自 wind 一致预期, 目标公司 EPS 和 PE 来自浙商证券研究所预测

## 4 风险提示

- 公司核心产品受到集采等因素大幅降价的风险。** 公司处方药产品种类众多, 院端品种有受到集采影响价格大幅下降的可能性, 进而影响公司处方药业务收入。
- 公司管理效率改善不及预期的风险。** 2021 年公司与浙江省国贸集团签订战略合作协议, 提出聚焦主业等提高经营效率的目标, 若公司管理团队工作效率不及预期, 会使公司管理成本提升, 拖累经营水平。
- 原料药价格波动风险。** 若原料药价格波动过大, 可能会影响公司核心品种生产成本, 影响公司毛利率水平, 进而影响公司盈利能力。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	5,111	5,739	6,345	7,292
现金	2,487	2,821	3,122	3,548
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	813	1,475	1,714	1,999
其它应收款	83	75	99	109
预付账款	44	43	51	60
存货	923	1,280	1,315	1,532
其他	760	45	45	45
<b>非流动资产</b>	5,682	5,297	5,121	4,936
金额资产类	411	213	213	213
长期投资	1,467	1,447	1,447	1,447
固定资产	2,125	2,258	2,382	2,497
无形资产	343	343	343	343
在建工程	1,068	768	468	168
其他	267	267	267	267
<b>资产总计</b>	10,793	11,036	11,466	12,228
<b>流动负债</b>	2,940	2,845	2,583	2,506
短期借款	1,344	944	544	144
应付款项	451	476	531	636
预收账款	0	17	7	10
其他	1,145	1,408	1,502	1,716
<b>非流动负债</b>	461	461	461	461
长期借款	10	10	10	10
其他	452	452	452	452
<b>负债合计</b>	3,401	3,306	3,044	2,967
少数股东权益	331	326	375	405
归属母公司股东权	7,061	7,404	8,047	8,856
<b>负债和股东权益</b>	10,793	11,036	11,466	12,228

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	890	782	704	797
净利润	2,009	343	643	809
折旧摊销	293	147	156	165
财务费用	73	50	33	15
投资损失	(2,595)	(12)	(14)	(16)
营运资金变动	(121)	1	(166)	(198)
其它	1,231	253	53	22
<b>投资活动现金流</b>	1,100	2	30	44
资本支出	(547)	12	16	28
长期投资	(1,038)	0	0	0
其他	2,686	(10)	14	16
<b>筹资活动现金流</b>	(1,015)	(450)	(433)	(415)
短期借款	(405)	(400)	(400)	(400)
长期借款	(493)	0	0	0
其他	(117)	(50)	(33)	(15)
<b>现金净增加额</b>	975	334	301	426

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	6,151	6,018	7,030	8,131
营业成本	2,190	2,363	2,743	3,176
营业税金及附加	78	83	95	108
营业费用	2,407	2,227	2,517	2,887
管理费用	517	493	576	667
研发费用	197	271	351	447
财务费用	59	35	15	(5)
资产减值损失	(251)	(50)	(20)	(20)
公允价值变动损益	(637)	(220)	0	0
投资净收益	2,595	12	14	16
其他经营收益	101	100	119	135
<b>营业利润</b>	2,518	407	869	1,020
营业外收支	(7)	(7)	(7)	(9)
<b>利润总额</b>	2,511	400	862	1,011
所得税	391	62	171	172
<b>净利润</b>	2,120	338	691	839
少数股东损益	110	-5	49	30
<b>归属母公司净利润</b>	2,009	343	643	809
EBITDA	1,042	728	904	1,012
EPS (最新摊薄)	0.78	0.13	0.25	0.31

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.09%	(2.16%)	16.80%	15.67%
营业利润	221.19%	(83.82%)	113.44%	17.28%
归属母公司净利润	343.24%	(82.93%)	87.37%	25.90%
<b>获利能力</b>				
毛利率	64.40%	60.74%	60.98%	60.95%
净利率	32.67%	5.70%	9.14%	9.95%
ROE	28.46%	4.63%	7.99%	9.14%
ROIC	7.13%	5.56%	6.58%	7.36%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.51%	29.96%	26.55%	24.27%
净负债比率	46.00%	42.77%	36.15%	32.04%
流动比率	1.74	2.02	2.46	2.91
速动比率	1.41	1.55	1.93	2.27
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.61	0.55	0.62	0.69
应收账款周转率	7.35	7.00	7.36	7.53
应付账款周转率	6.89	6.39	6.50	6.73
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.78	0.13	0.25	0.31
每股经营现金	0.35	0.30	0.27	0.31
每股净资产	2.75	2.88	3.13	3.45
<b>估值比率</b>				
P/E	7.12	41.73	22.27	17.69
P/B	2.03	1.93	1.78	1.62
EV/EBITDA	11.37	17.28	13.14	10.93

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>