

## 混改优势创新局 强基提质快发展

### ——康恩贝(600572.SH)首次覆盖报告

## 买入|首次推荐

#### 报告要点:

#### ● “瘦身强体，聚焦主业”，业务结构优化迎来新局面

2020年7月，公司控股股东正式变更为浙江省中医药健康产业集团，实际控制人为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会。公司坚定围绕中药大健康推动公司整体发展，做好“瘦身强体”工作，进行资源整合、产业协同发展。2021年末完成珍视明42%股权，兰信小贷公司30%股权、迪耳药业25%股权等股权资产转让工作，同时陆续处置贵州拜特公司等亏损资产，进一步优化公司整体资源配置，迎来发展新局面。

#### ● OTC业务稳步增长，主力产品市场领先

非处方药板块以康恩贝肠炎宁、前列康普乐安、金笛复方鱼腥草合剂等成熟产品为首发展稳定。康恩贝肠炎宁，作为国内零售市场中成药肠道炎症用药第一品牌，2022年营业收入首次超过10亿元，稳居公司营收第一产品。前列康普乐安是国内零售市场中成药前列腺疾病用药第一品牌，在泌尿系统中成药主要品牌市场份额中排名第四，深受消费者信赖。金笛复方鱼腥草合剂作为呼吸道中成药，纳入部分省市新冠防治指导用药，后疫情时代，人们持续关注呼吸系统健康，清热解毒需求占比大。

#### ● 加强处方药医学循证，有望受益于政策支持，加速放量

公司主要处方药物麝香通心滴丸、乙酰半胱氨酸泡腾片、汉防己甲素片等已进入新版医保目录，2023年预计迎来新版《国家基本药物目录》，公司核心处方药麝香通心滴丸等有望进入，从而进一步带动进院及销售推广工作，加速产品放量。

#### ● 关注医药制造，原料药与中药饮片再拓业务边界

2022年公司落实解决同业竞争问题，集聚资源，加强产业协作，分别受让并持有浙江中医药大学饮片公司66%股权以及奥托康科技公司100%股权。资源整合后，以上业务有望进一步拓展边界，迎来规模成长。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司“瘦身强体”后通过资源整合、优化产业结构，发展空间广阔，处方药与OTC业务加速成长，我们预计2022-2024年，公司归属母公司股东净利润分别为：3.4、6.2和8.5亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：0.13、0.24和0.33元/股，按照最新股价测算，对应PE估值分别为45.31、24.82和18.06倍。首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。

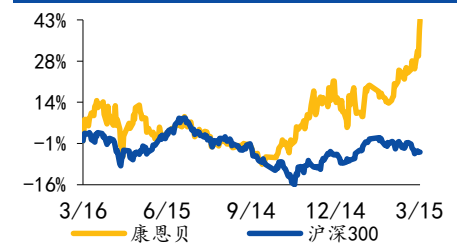
#### ● 风险提示

产品推广不及预期、行业政策风险、原材料涨价风险、业绩不达预期风险。

#### 基本数据

52周最高/最低价(元):	6.0/3.85
A股流通股(百万股):	2563.30
A股总股本(百万股):	2570.04
流通市值(百万元):	15379.77
总市值(百万元):	15420.22

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师	马云涛
执业证书编号	S0020522080001
电话	021-51097188
邮箱	mayuntao@gyzq.com.cn

#### 附表: 盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5909.02	6150.86	6041.92	7133.53	8031.30
收入同比(%)	-12.70	4.09	-1.77	18.07	12.59
归母净利润(百万元)	453.30	2009.23	340.35	621.17	853.95
归母净利润同比(%)	231.15	343.24	-83.06	82.51	37.47
ROE(%)	9.02	28.46	4.87	8.24	10.33
每股收益(元)	0.18	0.78	0.13	0.24	0.33
市盈率(P/E)	34.02	7.67	45.31	24.82	18.06

资料来源: Wind, 国元证券研究所

## 目 录

1. 股权变更，人才激励，业务优化迎新局 .....	4
1.1 股权变更，优化资产，混改带来新局面 .....	4
1.2 股权激励留人才，高效高质拓渠道 .....	5
1.3 业绩拐点明确，回升趋势明显 .....	6
2. 构建多品牌矩阵，推进大品牌大品种 .....	8
2.1 非处方药大单品强者愈强，关注二次开发 .....	10
2.1.1 康恩贝肠炎宁 .....	10
2.1.2 “金笛”复方鱼腥草合剂 .....	12
2.1.3 前列康普乐安 .....	12
2.2 关注处方药医学循证，深入临床应用 .....	13
2.2.1 “至心研”麝香通心滴丸 .....	13
2.2.2 “金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片 .....	15
2.2.3 “金艾康”汉防己甲素片 .....	15
2.2.4 “天保宁”银杏叶片银杏叶胶囊 .....	15
2.2.5 创新中药黄蜀葵花总黄酮口腔贴片 .....	16
3. 健康消费品、中药饮片、原料药稳定成长 .....	17
3.1 立足医药，持续拓宽健康消费品产品矩阵 .....	17
3.2 中药饮片资源优化，推动协同发展 .....	17
3.3 原料药稳步推进，销售收入继续增长 .....	17
4. 盈利预测和投资建议 .....	18
4.1 盈利预测 .....	18
4.2 投资建议 .....	20
5. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 Q3） .....	5
图 3：公司营业收入及增速（百万元，%） .....	6
图 4：公司归母净利润及增速（百万元，%） .....	6
图 5：公司销售毛利率、净利率 .....	7
图 6：公司销售、管理、财务费用率 .....	7
图 7：公司研发费用及增速 .....	8
图 8：公司业务板块营收占比 .....	9
图 9：公司业务板块毛利贡献占比 .....	9
图 10：城市主要疾病情况 .....	10
图 11：康恩贝肠炎宁销售量 .....	11
图 12：近年康恩贝肠炎宁广告短视频 .....	11
图 13：2020 年呼吸疾病用中成药零售终端市场销售占比 .....	12

图 14: 公司复方鱼腥草合剂销售量 .....	12
图 15: 中国公立医疗机构及实体药店终端泌尿系统感染中成药、化学药销售额占比 .....	13
图 16: 前列康普乐安销售量 .....	13
图 17: 公司麝香通心滴丸销售量及增速 .....	14
图 18: 公司天保宁银杏叶销量及增速 .....	16
图 19: 公司部分健康消费品产品 .....	17
表 1: 首次授予的股票期权行权的业绩考核目标 .....	6
表 2: 主要产品 (按细分行业) .....	9
表 3: 2021 年度中国非处方药黄金大单品 .....	11
表 4: 阿里健康大药房“前列腺炎”主要口服中成药 .....	13
表 5: 有关麝香通心滴丸主题分享 .....	14
表 6: 奥托康科技公司持有的在生产药品注册批件 .....	18
表 7: 收入拆分 .....	19
表 8: 可比公司估值 .....	20

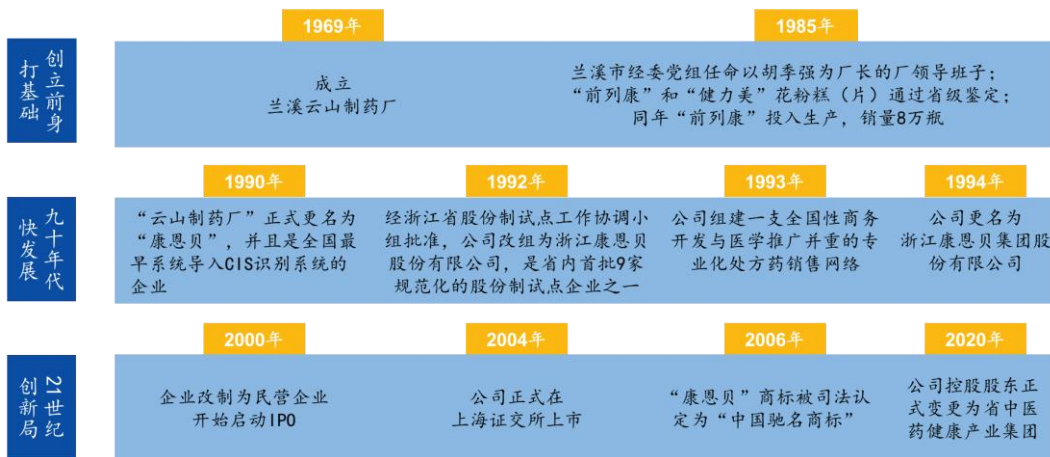
## 1. 股权变更，人才激励，业务优化迎新局

### 1.1 股权变更，优化资产，混改带来新局面

浙江康恩贝制药股份有限公司源起浙江兰溪，是一家集药物研发、生产、销售及药材种植、提取于一体的大型医药企业。公司专注医药健康主业，以现代中药和植物药为基础，以特色化学药包括原料药和制剂以及功能性健康产品为支撑，已培育市场上多个知名品牌及系列产品，如康恩贝、前列康、珍视明、天保宁等，且以上提及四个品牌为国家认定的中国驰名商标。截至 2022 年 6 月 30 日，公司共计有 60 余个产品被列入《国家基本药物目录》(2018 版)，160 余个品种被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》(2021 版)，具有独家品种、独家剂型、独家规格(“三独”)特色产品超百个。公司产品线丰富，优势产品、品牌构建公司核心竞争力。

公司前身为成立于 1969 年的兰溪云山制药厂，1992 年公司进行整体改制并以定向募集方式设立浙江康恩贝制药股份有限公司。1999 年更名为现使用名称——浙江康恩贝制药股份有限公司。2004 年于上海证券交易所上市。

图 1：公司发展历程

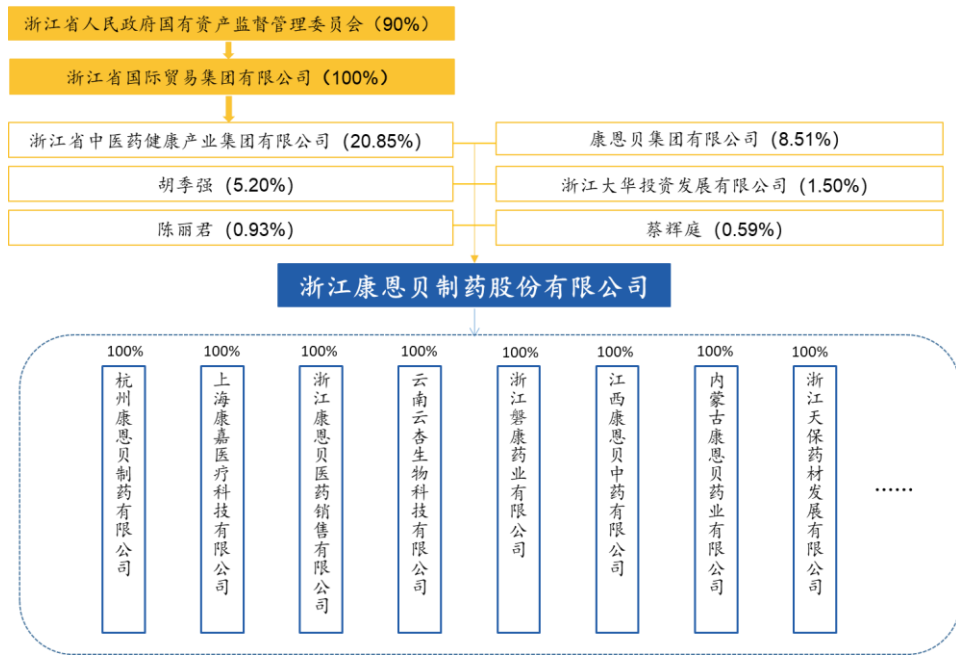


资料来源：公司官网，国元证券研究所

**股东更换，业务结构优化。**2020 年 5 月，公司与省国贸集团全资子公司省中医药健康产业集团签订股份转让协议，股份转让完成后，公司控股股东正式变更为省中医药健康产业集团，实际控制人为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会。2021 年，康恩贝混改实施方案作为浙江省国资系统第一个深化所有制改革的试点方案正式出台，充分开启混合制优势，推动公司开启发展新局面，加快业务优化，强化公司品牌及产品竞争力。

**瘦身强体，聚焦主业。**公司为推动主要及优势业务发展，坚定围绕中药大健康推动公司整体发展，2021 年末完成转让珍视明 42% 股权、兰信小贷公司 30% 股权、迪耳药业 25% 股权等股权资产转让工作，此外公司陆续处理贵州拜特公司等亏损资产，截至 2022 年三季度，公司商誉 1.85 亿元，较 2018 年的 9.13 亿元下降 7.28 亿元，公司商誉减值风险得到进一步释放。公司将继续整合公司现有资产，优化公司业务结构，更多资源用于主力优势业务，为高质量发展打好坚实基础。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 Q3）



资料来源：iFind，企查查，国元证券研究所

**产业协同，整合资源。**在中药饮片产业方面，2022 年 10 月完成工商变更并持有中医药大学饮片公司 66% 股权。与此同时，为加强公司与英特集团的战略合作，进一步强化省国贸集团内生命健康板块的产业协同，2022 年 11 月，公司审议通过公司认购英特集团以非公开发行股票方式募集配套资金部分的拟发行股份，认购金额不超过人民币 4 亿元。2023 年 2 月，通过受让三位自然人持有的健康科技公司合计 20% 股权，健康科技公司将成为公司全资子公司，该举措进一步整合公司的渠道平台资源，利于业务推广。

**高质量编制公司“十四五”规划，达成发展共识。**2021 年，公司以中央和浙江省委关于“十四五”规划和 2035 年远景目标的建议纲要等为指引，立足省国贸集团“十四五”战略规划和生命健康板块发展目标，公司达成内部统一“1188 战略目标”——实现 100 亿营业收入、达成 10 亿利润、拥有 80 亿净资产、成为中药企业前 8 强。以终为始，一方面公司内部继续深化混改推动公司发展，整合公司资源，加快处置内部非优势非主业资产，优化资产配置、提质增效同时提升品牌竞争力与影响力，做好数字化转型，整合数字化资源，加快“数字康恩贝”的建设；另一方面关注行业内优秀企业及产品，通过合作并购方式拓展公司产品边界，提升整体竞争力。

## 1.2 股权激励留人才，高效高质拓渠道

**留住、激励、发展人才，推动公司治理效能提升。**2022 年，公司推进经理层成员任期制契约化管理和职业经理人制度，并制定了管理总部 2022 年度“废改立”计划，上半年完成《董事会授权管理办法》等多项制度的制定和修改，进一步优化管理体系。

**股权激励计划，调动团队积极性。**2022 年 11 月，公司首次授予股权激励对象包括



公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、公司及下属子公司其他管理人员、核心骨干 537 人，授予股权数量 6247.5 万份，占公司股本总额 2.43%。股权激励考核中，公司对净利润增长、净利润现金含量要求明确，体现了公司对业务高质量发展的决心和信心；明确研发投入比例的提升，体现公司坚定不移通过核心技术、核心产品拓展市场，走可持续发展道路。本次股权激励充分调动团队、尤其是核心骨干、管理层人员工作积极性，推动公司管理工作与业务发展进一步提升。

表 1：首次授予的股票期权行权的业绩考核目标

行权期	业绩考核目标（以 2021 年度为基数）
首次授予的股票期权 第一个行权期	公司 2022 年度净利润增长率 $\geq 200\%$ ，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 2022 年度加权平均净资产收益率 $\geq 6.5\%$ ，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 2022 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例 $\geq 4.5\%$ ；2022 年度净利润现金含量 $\geq 105\%$ 。
首次授予的股票期权 第二个行权期	公司 2023 年度净利润增长率 $\geq 240\%$ ，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 2023 年度加权平均净资产收益率 $\geq 7\%$ ，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 2023 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例 $\geq 5\%$ ；2023 年度净利润现金含量 $\geq 105\%$ 。
首次授予的股票期权 第三个行权期	公司 2024 年度净利润增长率 $\geq 280\%$ ，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 2024 年度加权平均净资产收益率 $\geq 7.5\%$ ，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 2024 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例 $\geq 5.5\%$ ；2024 年度净利润现金含量 $\geq 105\%$ 。

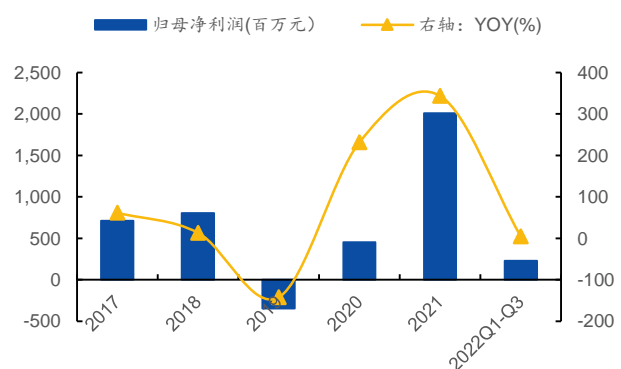
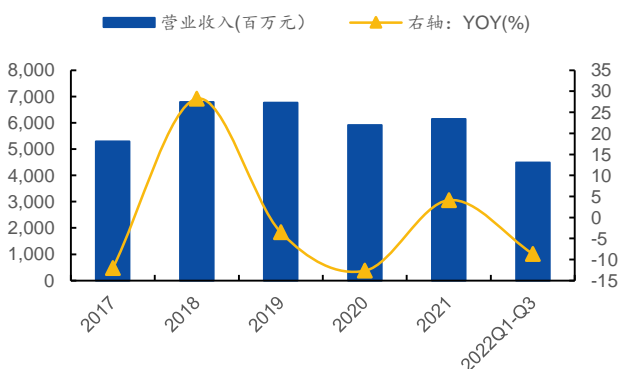
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

### 1.3 业绩拐点明确，回升趋势明显

**2017 年业绩增长较缓，伴随珍视明股权转让，注重核心业务，公司有望迎来新发展。**公司营业收入由 2017 年 52.94 亿元增长至 2021 年 61.51 亿元，年均复合增长率 3.82%，归母净利润由 2017 年 7.11 亿元增长至 2021 年 20.09 亿元，年均复合增长率 29.65%，公司业务增长趋势明显但较缓。因 2021 年公司完成珍视明 42%股权转让，珍视明不再纳入公司合并报表范围。2022 年前三季度，较上年同期剔除珍视明营业收入后可比口径增长 9.82%。

图 3：公司营业收入及增速（百万元，%）

图 4：公司归母净利润及增速（百万元，%）



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

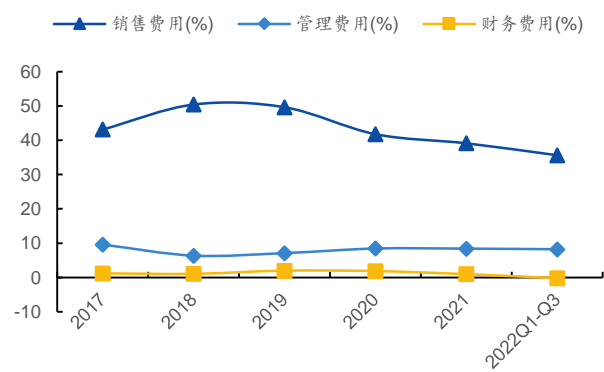
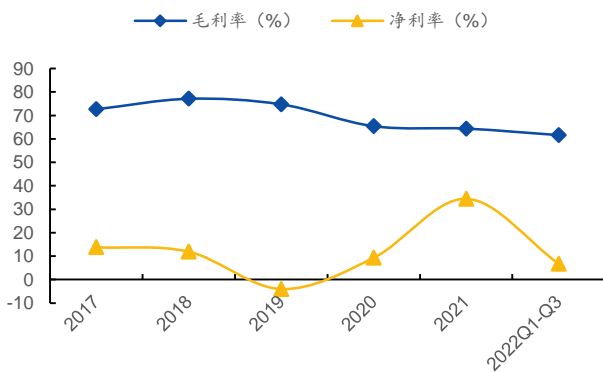
公司整体毛利率保持平稳。2017-2019 年公司整体毛利率保持在 75%左右，近三年

降至 65%左右，主要原因在于受疫情波动影响，营业收入降低、成本相对增加。公司整体净利率保持在 10%左右。2021 年净利率高达 34.46%主要是由于珍视明 42%股权转让，相应增加了 2021 年度净利润。

公司销售、管理、财务费用率控制良好。近五年公司在销售/管理/财务费用率上保持在 40%/9%/1%左右，在销售方面，除打造线下全国性销售渠道及终端网络，公司各事业部积极做好数字化转型，延展线上销售渠道以及开拓短视频等新兴电商业务，助力推动主业自保健业务发展。

图 5：公司销售毛利率、净利率

图 6：公司销售、管理、财务费用率

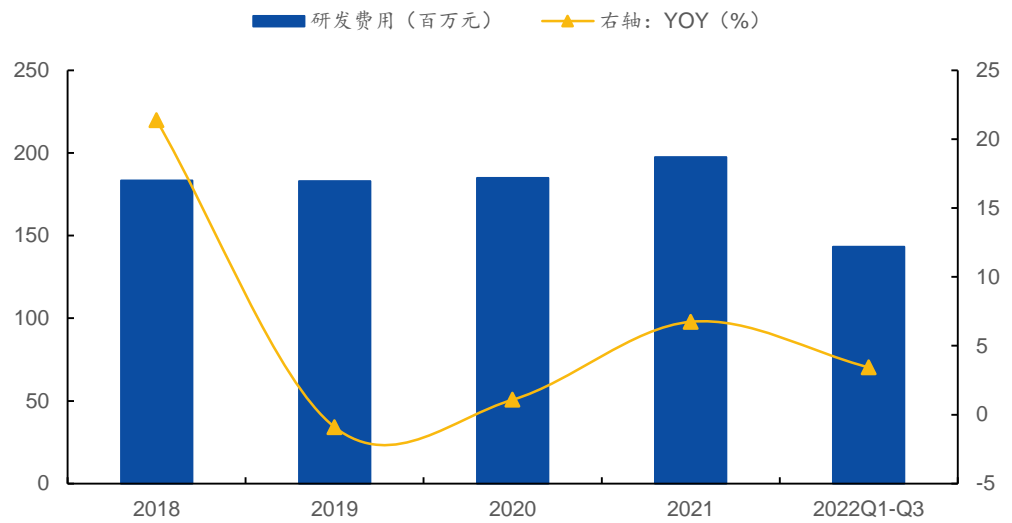


资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

**药品研发成果逐步转化，药物审批注册进展顺利。**在研发方面，公司基本保持每年 1.8 亿元的费用支出，同时呈上升趋势，研发费用拟超 2 亿元。研发费用的增加是因为公司在原有大品牌大品种的基础上二次开发，同时推动中药源的创新药研发以及仿制药的一致性评价，积极布局新业务，为打开新市场、新格局做好产品研发准备。2022 年上半年，公司注射用帕瑞昔布钠、奥美拉唑肠溶胶囊等共 4 个品种获得一致性评价批件；6 月，黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片药品注册申请获国家药监局受理，12 月，黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片获药品注册证书。2023 年 2 月，公司全资子公司金华康恩贝的注射用阿奇霉素通过仿制药一致性评价。公司的研发成果转化持续推进，继续巩固与丰富公司产品体系。

图 7：公司研发费用及增速



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

## 2. 构建多品牌矩阵，推进大品牌大品种

公司积极布局以中医药为核心的大健康产业。目前公司业务板块按产品分为非处方药、处方药、健康消费品及其他（中药饮片、原料药等）。公司将非处方类及健康消费品类合并算为自我保健类产品，这类产品是公司的主要业务之一。

2022 年上半年公司非处方药/处方药/健康消费品/其他产品营收占比分别为 38%/37%/8%/16%，毛利贡献占比分别为 44%/45%/6%/4%。非处方药与健康消费品合计营收及毛利贡献占公司半壁江山，作为公司主营业务，公司继续做好产品循证及相关产品二次开发，增强市场认同，巩固并提升产品竞争力。在老龄化背景与人们日益关注健康保健的趋势下，公司紧跟市场需求，营养补充剂、健康卫生用品等满足消费者日常保健需求。



图 8：公司业务板块营收占比

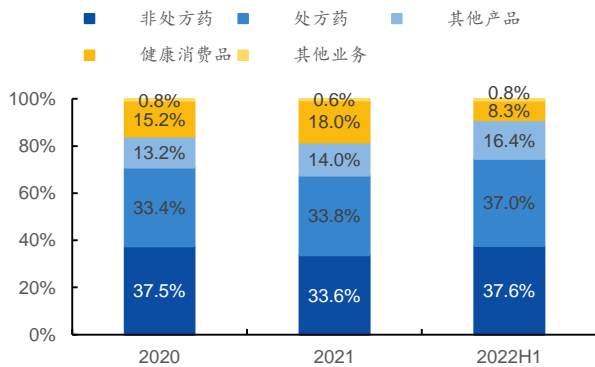
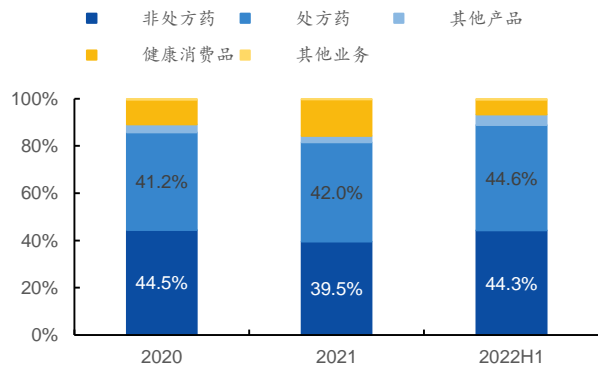


图 9：公司业务板块毛利贡献占比



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

公司旗下明星品牌系列产品众多，2021 年共计 14 个品牌或产品系列销售过亿元，竞争优势明显。公司产品线丰富的同时，关注“瘦身强体”，持续保持并扩大竞争优势。2020 年子公司贵州拜特公司的丹参川芎嗪注射液受政策影响，销售收入急剧下滑，为减少亏损，2021 年丹参川芎嗪注射液停止生产。同年完成的珍视明 42%股权转让，获取 16.8 亿元资金，为公司聚焦发展中医药大健康核心业务提供了资金保障。公司根据各品牌系列、各产品发展情况，持续优化业务布局，深耕中医大健康主业，放大公司优势竞争力。

表 2：主要产品（按细分行业）

细分行业	主要治疗领域	药(产)品名称	适应症或功能主治	处方药	中药保护品种	纳入国家基药目录	纳入国家医保目录	纳入省级医保目录
中药	泌尿系统	普乐安片普乐安胶囊	补肾固本。用于肾气不固所致腰酸膝软、排尿不畅、尿后余沥或失禁；慢性前列腺炎及前列腺增生症见上述症候者。	双跨	否	是	是	是
中药	感觉系统	四味珍层冰硼滴眼液	清热解痉，去翳明目。用于肝阴不足，肝气偏盛所致的不能久视、青少年远视力下降；青少年假性近视、视力疲劳。	否	否	否	否	否
中药	心血管	银杏叶片银杏叶胶囊	活血化瘀通络。用于瘀血阻络引起的胸痹心痛、中风、半身不遂、舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死见上述证候者。	是	否	是	是	是
中药	心血管	麝香通心滴丸	芳香益气通脉，活血化瘀止痛。用于冠心病稳定型劳累性心绞痛，中医辨证气虚血瘀证，症见胸痛胸闷，心悸气短，神倦乏力。	是	是	否	是	是
中药	呼吸系统	复方鱼腥草合剂	清热解毒。用于外感风热引起的咽喉疼痛；急性咽炎、扁桃腺炎有风热证候者。	否	否	否	否	是
中药	消化道及代谢	肠炎宁片	清热利湿，行气。用于大肠湿热所致的泄泻，症见大便泄泻、腹痛腹胀；急性慢性胃炎、腹泻，小儿消化不良见上述证候者。	双跨	否	否	是	是

化学制剂	消化道及代谢	奥美拉唑肠溶胶囊	适用于胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡、反流性食管炎和卓-艾氏综合征(胃泌素瘤)。	双跨	否	是	是	是
化学制剂	泌尿系统	盐酸坦索罗辛缓释胶囊	用于缓解良性前列腺增生症(BPH)引起的排尿障碍。	是	否	是	是	是
化学制剂	呼吸系统	汉防己甲素片	用于风湿痛、关节痛、神经痛。与小剂量放射合并用于肺癌；亦用于单纯硅肺 I、II、III 期及各期煤矸肺。	是	否	否	是	是
化学制剂	呼吸系统	乙酰半胱氨酸泡腾片	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。	是	否	否	是	是

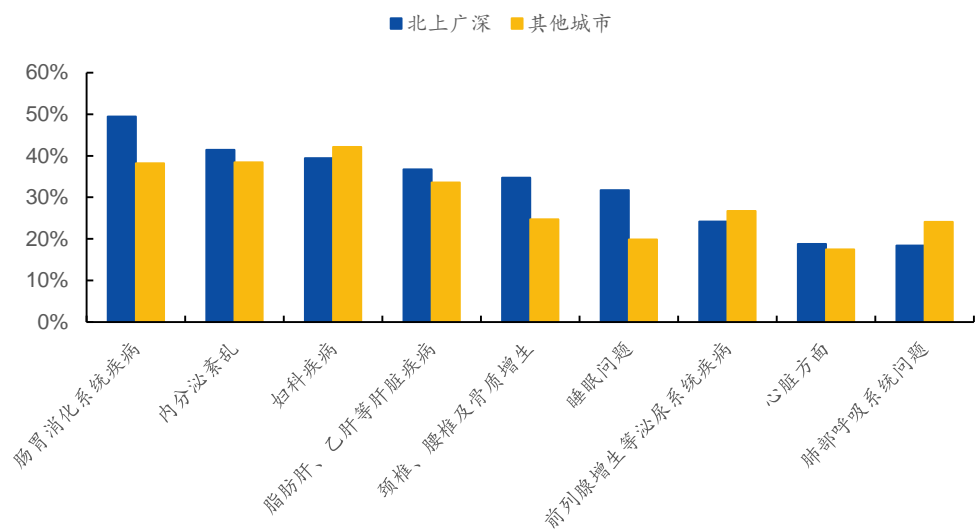
资料来源：公司年报，国元证券研究所

## 2.1 非处方药大单品强者愈强，关注二次开发

### 2.1.1 康恩贝肠炎宁

胃肠疾病作为一种常见病，在当下生活节奏快、压力大的情况下，人们患有肠胃相关疾病较常见。根据前瞻网统计，北上广深肠胃消化系统疾病患病率以 49.43% 居于首位，消化系统疾病患病率在其他城市以 38.17% 位居第三位，随着较高的消化系统患病率，用药需求也随之增加。根据药融云数据，中成药在电商渠道中，消化系统用药是占比最大的品类，且市场份额持续上升，由 2020 年的 12.08% 上升至 2021 年 16.40%，增长趋势明显。

图 10：城市主要疾病情况



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

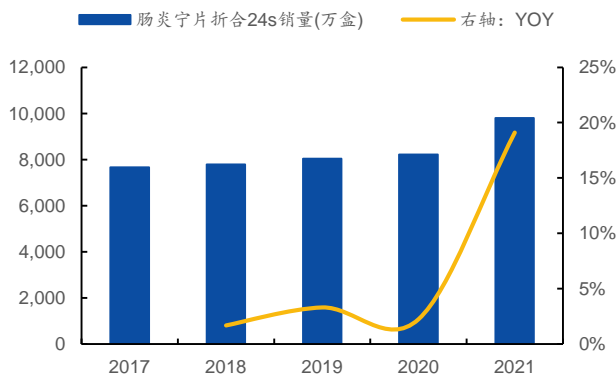
国内零售市场中成药肠道炎症用药第一品牌。康恩贝肠炎宁为 OTC 甲类（双跨）、医保乙类品种。2008 年，康恩贝销售公司与江西天施康公司签订《商标无偿使用协

议》，自此，肠炎宁系列与“康恩贝”相关联。2011年，“康恩贝”肠炎宁系列产品当年度销售额首次破2亿元。2021年，肠炎宁销售收入达到8.53亿元。根据米内网预测，2022年中国城市实体药店终端销售，肠炎宁片将超10亿元销售额，以62%的主导地位占据肠道中成药市场。根据公司发布的2022年业绩预告来看，肠炎宁销售额于2022年首次超过10亿元，增长趋势明确。

胃肠道疾病是现代生活高发疾病，根据中康CMH消费者研究报告显示，当出现胃肠道症状时，消费者会通过生活方式干预及自我药疗应对病情。康恩贝肠炎宁作为中成药，副作用低，而且在十余年发展中，公司通过电视广告提升产品曝光率，以关键字/短语“旅行带上肠炎宁”、“拉肚子”等联系药品使用场景，通过新营销模式占据消费者心智。

图 11：康恩贝肠炎宁销售量

图 12：近年康恩贝肠炎宁广告短视频



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

资料来源：哔哩哔哩网站，国元证券研究所

根据中国非处方药协会 2021 年统计调研，2020 年中国非处方药消化类中成药排名前十中，康恩贝肠炎宁位列第二。并且康恩贝肠炎宁列入“2021 年度中国非处方药黄金大单品”名单。

表 3：2021 年度中国非处方药黄金大单品

排名	商品名 (商标名)	药品通用名	适应症	企业名称
1	江中	健胃消食片	健胃消食	江中药业股份有限公司
2	康恩贝	肠炎宁片/颗粒/糖浆	大肠湿热所致泄泻，急慢性肠炎等	浙江康恩贝制药股份有限公司
3	卫苏	胃苏颗粒	胃胀、胃痛、慢性胃炎等	扬子江药业集团有限公司
4	扬子江	革铃胃痛颗粒	胃痛、慢性胃炎等	扬子江药业集团有限公司
5	太极、桐君阁	沉香化气片	肝胃气滞，脘腹胀痛等	太极集团重庆桐君阁药厂有限公司
6	999	三九胃泰颗粒/胶囊	胃痛、胃胀、胃酸等	华润三九医药股份有限公司
7	天士力	荆花胃康胶丸	胃痛、嗝气、反酸等	天士力控股集团有限公司
8	汉森	四磨汤口服液	乳食内滞症、气滞食积等	湖南汉森制药股份有限公司
9	999	气滞胃痛颗粒	胃胀、胃痛等	华润三九医药股份有限公司
10	葫芦娃	肠炎宁胶囊	急性慢性胃炎、腹泻等	海南葫芦娃药业集团股份有限公司

资料来源：CNMA，阿里健康大药房，国元证券研究所

备注：非处方药企业及产品品牌 2021 年度统计调研的是 2020 年全年企业以含税出厂价为准计算的非处方药销售额，未参与申报的企业及产品不在公布之列。

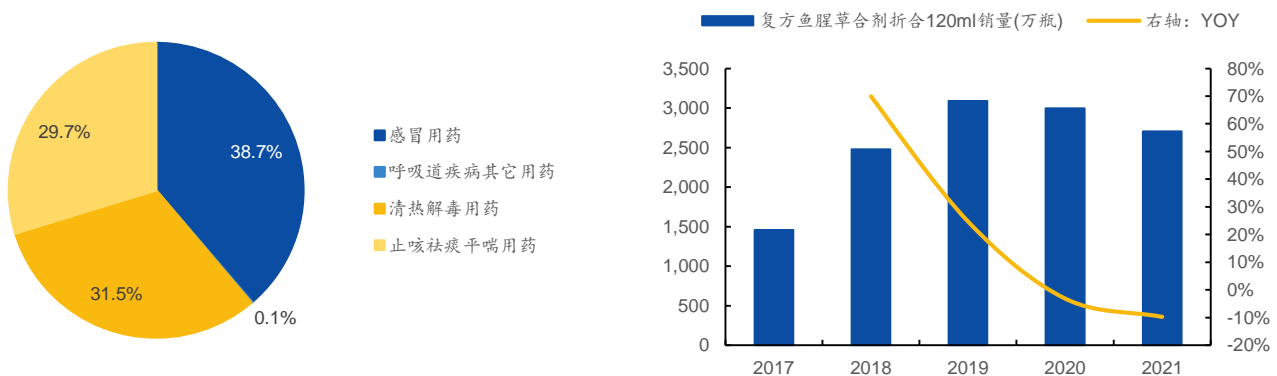
### 2.1.2 “金笛”复方鱼腥草合剂

“金笛”复方鱼腥草合剂作为呼吸道系统用药，主治于外感风热引起的咽喉疼痛，急性咽炎、扁桃腺炎有风热证候者。随着国家新疫情防控政策出台（“新十条”），各省市也相应推出新冠肺炎防治指南/方案及新冠病毒感染居家治疗用药指引。截至目前，复方鱼腥草合剂已被纳入《四川省新型冠状病毒肺炎中医药防控技术指南》（第八版）、《青海省新型冠状病毒肺炎中医药防治方案》（试行第二版）、《贵州省新型冠状病毒肺炎中医药防治方案》（第二版）等多部新冠防控指南。在2022年12月，武汉市市场监管局发布关于新冠病毒感染居家治疗用药指引，其中明确指导系列抗病毒类、清热解毒类中成药，复方鱼腥草合剂在推荐用药之列。

产品位居零售终端市场清热解毒中成药排名前列。2021年，公司复方鱼腥草合剂以销售额超3亿元位居中国零售药店终端清热解毒中成药产品第5位。由于疫情对于感冒呼吸道类药物有所管控，公司复方鱼腥草合剂2021年销售收入同比下降34%，后疫情时代，药品购买管控逐渐放松，且各省市倡导合理使用中成药治疗呼吸道类疾病，公司产品有望迎来新的增长点。

呼吸道中成药需求不断提升，清热解毒需求占比大。公司复方鱼腥草合剂销售量由2017年1458万瓶增长至2021年2703万瓶，CAGR为17%，近三年销售量略微下滑源于疫情对感冒药、呼吸道药品管控。根据米内网及前瞻产业研究院整理，呼吸道中成药需求主要为清热解毒类产品，且以零售终端销售为主。前瞻产业研究院预计我国呼吸系统疾病用中成药市场规模将突破1000亿元，公司有望抓住机遇、积极布局、推动产品销售登上新台阶。

图 13：2020 年呼吸疾病用中成药零售终端市场销售占比 图 14：公司复方鱼腥草合剂销售量



资料来源：米内网，前瞻产业研究院，国元证券研究所

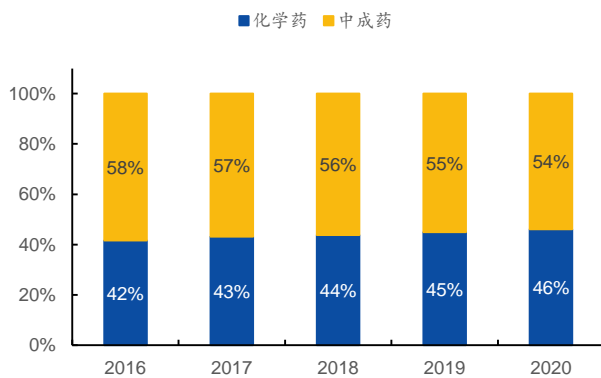
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

### 2.1.3 前列康普乐安

**国内零售市场中成药前列腺疾病用药第一品牌。**良性前列腺增生是全球范围内影响老年男性的常见泌尿系统疾病，根据《柳叶刀-老龄健康》发表研究显示，2019年全球有9400万良性前列腺增生的现患病例。从历史数据以及人口老龄化看来，该疾病带来的绝对负担将继续上升。

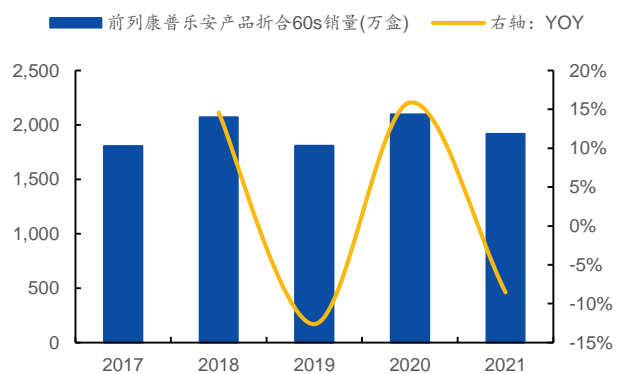
前列康牌普乐安片主治前列腺炎、前列腺肥大等症状，自 1985 年上市以来，作为国内第一个专业治疗前列腺疾病的纯花粉制剂，开创非手术治疗前列腺疾病的先河。且因为其中成药属性，不仅在疾病治疗与缓解上卓有成效，在补肾固本方面也有显著作用。经过三十余年的产品研发与市场耕耘，普乐安片不仅在前列腺疾病中占据优势地位，前列康普乐安近五年销售量维持在 2000 万盒/年，2022 年上半年起，公司通过布局药店宣传推广“疗程用药”，已带动 10% 的收入增长。

图 15：中国公立医疗机构及实体药店终端泌尿系统感染  
中成药、化学药销售额占比



资料来源：米内网，国元证券研究所

图 16：前列康普乐安销售量



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

根据阿里健康大药房搜索“前列腺炎”中成药，目前市场主要竞争中成药有同仁堂知柏地黄丸以及步长前列舒通胶囊，其中前列康普乐安片/胶囊销量遥遥领先，网站显示综合销量超 60 万份，由此可见产品备受消费者熟知与信赖。

表 4：阿里健康大药房“前列腺炎”主要口服中成药

序号	产品名称	公司名称	适应症	是否为处方药
1	前列康普乐安片/胶囊	浙江康恩贝制药股份有限公司	补肾固本。用于肾气不固所致的腰膝酸软，尿后余沥。	否
2	同仁堂知柏地黄丸	北京同仁堂科技发展股份有限公司	滋阴降火。用于阴虚火旺，潮热盗汗，耳鸣遗精，小便短赤等	否
3	步长前列舒通胶囊	保定步长天浩制药有限公司	清热利湿，化痰散结。用于慢性前列腺炎，前列腺增生属湿热瘀阻证。	是

资料来源：阿里健康大药房，国元证券研究所

## 2.2 关注处方药医学循证，深入临床应用

### 2.2.1 “至心研”麝香通心滴丸

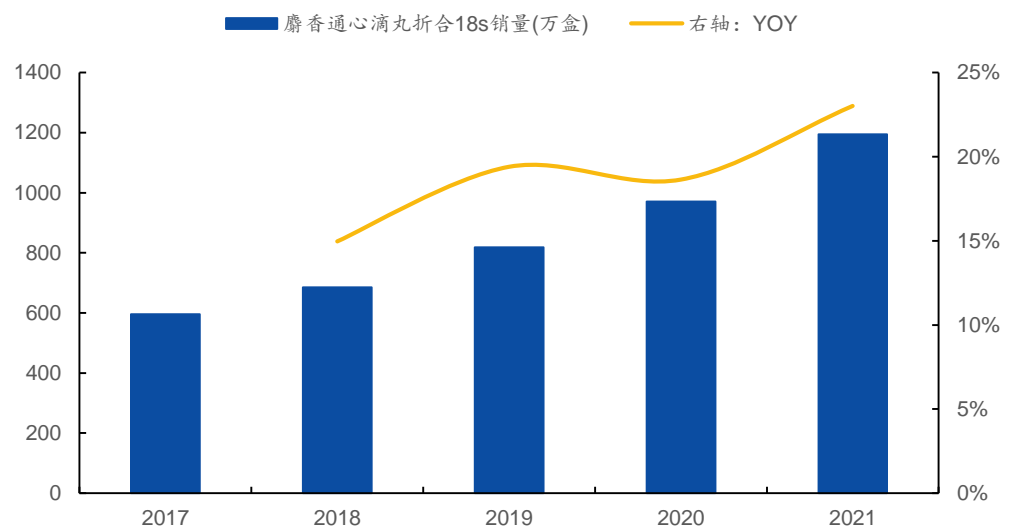
“至心研”麝香通心滴丸是公司独家中成药，2021 年销售额突破 2 亿元，乃中药二级保护品种。产品主用于冠心病稳定型劳累性心绞痛，有活血化瘀止痛的效果。根据 CLARIFY 研究近 3.27 万位稳定性冠心病患者，研究结果表明，对于心绞痛和稳定性冠心病患者予以初始药物治疗完全合理，降低新的血管事件，心绞痛缓解可能性提升，从而提升生活质量。《稳定性冠心病基层诊疗指南（2020 年）》也指出对于稳定



性冠心病患者的药物治疗，其中之一就是使用缓解症状、改善缺血的药物。2021 年销售量超过 1000 万盒，2017-2021 年复合增长率为 18.98%，公司有望保持增速增长。

作为独家中成药、中药二级保护品种，同时又进入 2022 年版国家医保药品目录的麝香通心滴丸，在持续开展医学研究的支持下，有望进入预计 2023 年国家推出的新版《国家基本药物目录》，如能进入基药目录，有助于产品进院以及后续的推广销售等工作，快速放量值得期待。

图 17：公司麝香通心滴丸销售量及增速



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

在中华中医药学会心血管病分会 2021 年学术年会上，各权威专家分享麝香通心滴丸相关医学循证，有望进一步帮助产品打开冠心病相关药物治疗市场。

表 5：有关麝香通心滴丸主题分享

主题	作者/分享人/汇报人	相关结论
《冠脉微循环障碍的中医药治疗》	新疆医科大学 副校长安冬青教授	麝香通心滴丸在改善冠脉微循环障碍和血运重建术后心绞痛方面，具有抗炎、抗氧化、改善血管内皮损伤、延缓动脉粥样硬化进展、改善冠脉微栓塞和慢血流等作用，并能改善心肌缺血再灌注后冠脉微循环和心功能，能有效改善标准药物和介入治疗后复发心绞痛。
《稳定性冠心病还需要 PCI 吗？》	北京中医药大学东直门医院 院长王显教授	麝香通心滴丸有效改善冠脉微循环的作用
《冠心病病机与证治研究》	广州中医药大学第一附属医院 大内科主任吴伟教授	麝香通心滴丸具有祛痰通络，改善动脉粥样硬化的作用；能有效缓解、治疗气虚血瘀型冠心病心绞痛症状；与氯吡格雷、阿托伐他汀联用可起到协同增效的作用。
《中西医结合视角下的 ASCVD 防治》	浙江中医药大学第一临床医学院 执行院长毛威教授	麝香通心滴丸联合常规治疗冠心病的总有效率更高，在改善心绞痛症状和血脂情况方面均有较好疗效，且不良反应发生率更低，临床应用的安全性较好。

《活血温通类方对冠心病缺氧微环境保护机制研究》

中国中医科学院眼科医院  
 党委副书记姚魁武教授

麝香通心滴丸具有抑制心肌细胞凋亡，减轻心肌细胞损伤程度，提高心肌细胞存活率，有效保护心肌细胞缺氧损伤作用。

《冠心病心绞痛的现代中医辨证诊疗》

广西中医药大学第一附属医院  
 副院长卢健棋教授

麝香通心滴丸具有益气、活血、化瘀、止痛等功效，能从根本上改善气虚血瘀的病机、快速缓解胸痛胸闷症状、有效改善动脉粥样硬化，是气虚血瘀型冠心病心绞痛的理想选择。医药大学第一附属医院副院长卢健棋教授

资料来源：iFind，国元证券研究所

### 2.2.2 “金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片

“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片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，于2020年调入国家医保目录，并不断扩大在县级医院的覆盖范围。2021年金康速力销售额1.8亿元，2022年预计有较快增长。金华康恩贝继续深耕慢病市场，通过多剂型开发、多给药方式，满足不同患者的用药需求，2022年获批上市乙酰半胱氨酸颗粒剂，有望形成公司呼吸系统用药新的增长点。

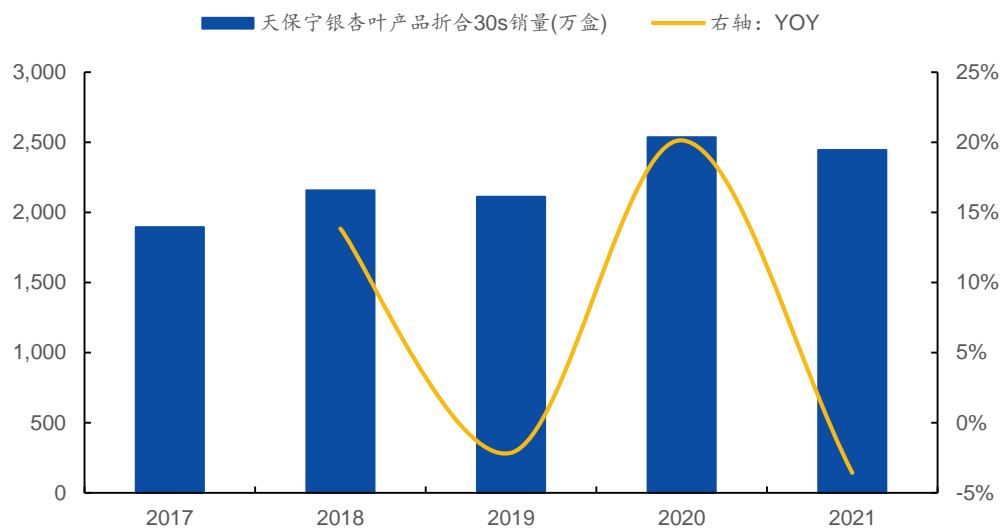
### 2.2.3 “金艾康”汉防己甲素片

作为化学制剂呼吸道类药物，汉防己甲素片已在该产品领域建立一定信誉。产品用于风湿痛、关节痛、神经痛。与小剂量放射合并用于肺癌；亦用于单纯硅肺 I、II、III 期及各期煤矸肺。2021 年国内汉防己甲素片终端市场规模 4.55 亿元，公司“金艾康”终端市场规模 3.05 亿元，占比 67%。根据公司 2022 年 7 月公告，汉防己甲素片获得美国 FDA 新药临床试验许可治疗复发/难治性白血病，若研发成功并上市，金华康恩贝将按照美国要求生产汉防己甲素原料与制剂，并成为欧美市场独家药品供应商。药品的新适应症研发既开拓了更广市场，若未来经过美国 FDA 认证加持，又为国内市场的突破同样带来新的机遇。

### 2.2.4 “天保宁”银杏叶片银杏叶胶囊

“天保宁”作为中国第一个符合国际质量标准的现代植物药制剂，已成为中国银杏叶制剂的知名品牌。天保宁牌银杏叶胶囊也是国内首个获得卫生部新药证书的银杏叶提取物制剂，成分天然，用于心脑血管与末梢循环障碍的预防与治疗。2021 年，公司品种银杏叶制剂顺利中标湖北联盟中成药集采，这对公司在心脑血管市场拓展带来积极影响。米内网预计，2022 年银杏叶片市场在国内实体药店终端销售超 4 亿元规模，增长率可达 12.97%。公司银杏叶系列产品在采购周期 2 年中，银杏叶制剂有望加快拓展市场。

图 18：公司天保宁银杏叶销量及增速



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

### 2.2.5 创新中药黄蜀葵花总黄酮口腔贴片

填补中药口腔贴片空白，市场潜力大。产品主治清心泄热，用于心脾积热所致轻型复发性口腔溃疡，症见口腔黏膜溃疡，局部红肿、灼热疼痛等（已申报待审批）。相较于市面上常见口腔溃疡用药，该口腔贴片给药方便且不影响进食等需求，能够满足患者依从性需求。2022年12月，公司公告发布黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片获药品注册证书。目前市面上仅有两款化学药贴片产品，中药尚是空白，而公司中药口腔贴片的出现，有望填补这一市场空白。米内网统计，国内口腔溃疡药物市场（中药+化药）整体规模约达16亿元，期待产品上市后快速获得一定市场份额。

### 3.健康消费品、中药饮片、原料药稳定成长

#### 3.1 立足医药，持续拓宽健康消费品产品矩阵

公司多元化健康消费品，满足消费者不同需求。王牌健康消费品珍视明（2021年股权转让后出表）系列作为公司明星条线健康消费品，珍视明系列产品（眼健康产品+滴眼液）2021年销售收入首次突破10亿元。除珍视明系列产品，公司还拥有营养补充剂、健康卫生用品等品类产品满足消费者日常保健需求。

图 19：公司部分健康消费品产品

产品品类	产品名称	产品图例
眼健康产品	珍视明洗眼液 珍视明蒸汽热敷眼罩 珍视明护眼贴 珍视明B12洗眼液	
营养补充剂	康恩贝牌维生素 长兴牌褪黑素维生素B6片 长兴牌蛋白粉	
健康卫生用品	一次性使用医用口罩 洁融酒精湿巾 免洗消毒凝胶	
健康食品	黑芝麻丸 藏红花	

资料来源：公司官网，国元证券研究所

#### 3.2 中药饮片资源优化，推动协同发展

为落实并解决有关中药饮片业务同业竞争问题的承诺，进一步集聚资源，加强公司对中医药大学饮片公司的管控能力，充分发挥资源整合优势，2022年10月完成工商变更并持有中医药大学饮片公司66%股权，浙江中医药大学资产经营有限公司持有34%股权。

浙江中医药大学中药饮片有限公司以中药饮片炮制生产、销售为主，兼中药炮制机理、炮制技术、炮制工艺的研究及炮制科技成果中试转化和新型中药饮片的开发，生产加工中药饮片品种达800余种，是浙江省内最大的以生产加工中药饮片为主的企业。中医药大学饮片公司业务结构逐步调整，原有的饮片业务逐渐向代配代煎业务转化。2021年全年煎药业务销售收入2.28亿元，同比增长43.49%；2022年上半年煎药业务销售收入1.37亿元，同比增长35.39%。2022年1-6月，累计煎药处方量为86.18万张，较去年同期增加17.88%；煎药销售收入占比由去年同期的53.04%上升至58.24%。本次资源整合利于公司优化中药饮片发展，通过中医药大学饮片公司的业务优势、渠道优势，持续提升公司在中药饮片领域的市场占有率。

#### 3.3 原料药稳步推进，销售收入继续增长

化学原料药销售收入保持稳定增长。2021年销售收入6.48亿元，同比增长9.37%，主要系金华康恩贝公司硫酸阿米卡星、大观霉素等原料药销售增量所致。2022年1-

9月化学原料药实现销售收入4.71亿元，同比增长6.12%。同时也为落实并解决化学原料药和化学制剂业务存在的同业竞争问题，进一步强化产业协同效应，公司于2022年9月完成受让省中医药健康产业集团下属奥托康制药持有奥托康科技公司100%股权。

表 6：奥托康科技公司持有的在生产药品注册批件

序号	品种名称	规格	剂型	适应症
1	氟马西尼注射液	2ml：0.2mg	注射剂	适用于患者手术时采用苯二氮革类药物麻醉方式，唤醒患者并脱离麻醉状态的清醒剂
2		5ml：0.5mg	注射剂	
3		10ml：1mg	注射剂	
4	帕米膦酸二钠注射液	5ml：15mg	注射剂	治疗恶性肿瘤并发的高钙血症和溶骨性癌转移引起的骨痛
5	硫唑嘌呤片	50mg	片剂	治疗急慢性白血病、后天性溶血性贫血、慢性类风湿性关节炎、慢性活动性肝炎、原发性胆汁性肝硬化等
6	庆大霉素普鲁卡因胶囊	硫酸庆大霉素 1 万单位；盐酸普鲁卡因 50mg；VB12 0.01mg	胶囊	适用于消炎、止痛、促进胃粘膜修复
7	庆大霉素普鲁卡因维 B12 颗粒	盐酸普鲁卡因 0.1g，硫酸庆大霉素 2 万单位，VB12 0.02mg	颗粒剂	

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

公司生产的硫酸阿米卡星、盐酸大观霉素、硫酸大观霉素、阿奇霉素、克拉霉素等产品具有较突出的国内与国际市场地位。2023年2月，公司产品注射用阿奇霉素通过仿制药一致性评价。根据公司公告及米内网数据显示，2021年公司注射用阿奇霉素在医疗和零售终端的合计销售额为210万元，约占市场份额0.23%，而此次一致性评价通过后，有望在医保支付及医疗机构采购等领域获得肯定与支持，期待产品进一步产品放量、市场开拓。

## 4. 盈利预测和投资建议

### 4.1 盈利预测

公司发展以中医药为核心的大健康产业，我们从五个维度进行假设：

1：非处方药业务。肠炎宁系列产品、复方鱼腥草合剂、普乐安片等成熟产品现有市场格局较稳定且稳步发展，在超10亿元销售收入的肠炎宁系列的带领下，我们预计2022-2024年公司非处方药营业收入增速分别为2.44%/10.48%/9.82%。

2：处方药业务。公司持续开展麝香通心滴丸相关的医学研究工作，助力打开心血管疾病相关药物治疗市场，同时产品本身作为独家中成药、中药二级保护品种以及已进入2022年新版医保目录的药物，其营业收入有望反弹回升，继续成长。预计2022-2024年公司处方药营业收入增速为11.72%/15.62%/14.12%。

3. 中药饮片及原料药等。2022年公司通过落实解决同业竞争问题，受让中医药大学饮片公司51%股权并最终持有66%股权，此举有助于加速公司中药饮片业务发展。此外，2023年注射用阿奇霉素通过一致性评价，有望进一步开拓市场。我们预计



2022-2024 年公司医药制造营业收入增速分别为 27.38%/33.42%/7.24%。

4.健康消费品。受珍视明出表影响，2022 年健康消费品业务营业收入降低，但公司持续研发并增加产品类型，其次，疫情之后，健康品需求有望快速增长，我们预计 2022-2024 年公司健康消费品营业收入增速分别为-57.72%/30.00%/30.00%。

5.其他业务。其他业务占比较低，营业收入较稳定，我们预计 2022-2024 年该板块营业收入保持稳定不变。

表 7：收入拆分

(单位：亿元)		2020	2021	2022E	2023E	2024E
汇总	营业总收入	59.09	61.51	60.42	71.34	80.31
	总营收增速		4.10%	-1.77%	18.07%	12.59%
	营业成本	20.42	21.90	22.60	27.15	29.83
	毛利	38.67	39.61	37.82	44.19	50.49
	毛利率	65.43%	64.40%	62.59%	61.95%	62.86%
非处方药	营业收入	22.14	20.66	21.16	23.38	25.68
	营收增速		-6.68%	2.44%	10.48%	9.82%
	营业成本	4.94	5.00	5.50	5.85	6.16
	毛利	17.20	15.66	15.66	17.54	19.52
	毛利率	77.70%	75.81%	74.00%	75.00%	76.00%
处方药	营业收入	19.71	20.82	23.26	26.89	30.69
	营收增速		5.63%	11.72%	15.62%	14.12%
	营业成本	3.77	4.18	4.88	5.38	6.14
	毛利	15.94	16.64	18.37	21.51	24.55
	毛利率	80.87%	79.91%	79.00%	80.00%	80.00%
制造业(医药)	营业收入	7.77	8.60	10.96	14.62	15.67
	营收增速		10.68%	27.38%	33.42%	7.24%
	营业成本	6.43	7.52	9.53	12.57	13.32
	毛利	1.34	1.08	1.42	2.05	2.35
	毛利率	17.21%	12.61%	13.00%	14.00%	15.00%
健康消费品	营业收入	9.01	11.07	4.68	6.08	7.91
	营收增速		22.86%	-57.72%	30.00%	30.00%
	营业成本	5.00	4.95	2.43	3.10	3.95
	毛利	4.01	6.12	2.25	2.98	3.95
	毛利率	44.50%	55.27%	48.00%	49.00%	50.00%
其他业务	营业收入	0.46	0.36	0.36	0.36	0.36
	营收增速		-21.74%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	0.28	0.25	0.25	0.25	0.25
	毛利	0.18	0.11	0.11	0.11	0.11
	毛利率	38.32%	31.71%	31.00%	31.00%	31.00%

资料来源：iFind，国元证券研究所

我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 60.42/71.34/80.31 亿元，增速分别为

-1.77%/18.07%/12.59%；归母净利润为 3.40/6.21/8.54 亿元，增速分别为 -83.06%/82.51%/37.47%。

## 4.2 投资建议

我们选取达仁堂、贵州三力和太极集团三个公司为参考，三家可比公司 2022 年平均 PE 为 42 倍。康恩贝聚焦中医药健康领域，围绕“瘦身强体”，优化公司产业结构，集聚现有资源综合发展处方药、OTC、健康消费品、中药饮片和原料药产业。目前公司在售明星系列产品已实现一定销售规模，成长稳定，同时，公司兼顾新产品研发与推广，整体业务有望持续稳健成长。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.13/0.24/0.33 元/股，对应 PE 为 45.31/24.82/18.06 倍。首次推荐，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	股票简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600329.SH	达仁堂	38.00	217.91	1.00	1.15	1.38	1.70	38.03	33.19	27.50	22.32
603439.SH	贵州三力	15.84	64.92	0.37	0.46	0.61	0.79	42.81	34.19	25.93	19.94
600129.SH	太极集团	38.84	216.30	-0.94	0.67	1.01	1.43	-41.32	57.96	38.46	27.18
			平均值						41.78	30.63	23.15
600572.SH	康恩贝	6.00	154.20	0.78	0.13	0.24	0.33	7.67	45.31	24.82	18.06

资料来源：iFind，国元证券研究所

可比公司估值来自 iFind 一致性预测，收盘价时间截至 2023 年 3 月 16 日

## 5. 风险提示

- 1. 产品推广不及预期：**珍视明系列出表后，健康消费板块业务收入或面临成长动力不足的风险；黄蜀葵花总黄酮口腔贴片未生产上市，实际市场推广情况不及预期；
- 2. 行业政策风险：**公司核心处方药、OTC 产品进入国家基药目录不及预期；
- 3. 原材料涨价风险：**因原材料涨价而增加成本的风险；
- 4. 业绩不达预期风险：**如果未来客观经营环境发生重大变化，公司的整体经营业绩将不可避免地受到不利影响，从而导致公司经营业绩出现波动。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4137.52	5111.16	5289.87	5963.32	6496.41
现金	1575.06	2487.26	2700.00	3000.00	3300.00
应收账款	859.99	813.21	808.97	963.94	1089.36
其他应收款	96.53	82.80	81.33	96.03	108.11
预付账款	34.20	44.34	41.81	52.60	56.48
存货	961.46	923.41	987.01	1164.41	1252.57
其他流动资产	610.28	760.14	670.75	686.35	689.88
<b>非流动资产</b>	5141.07	5681.59	5993.61	6238.34	6454.97
长期投资	429.25	1467.44	1500.00	1700.00	1900.00
固定资产	2417.19	2124.78	2772.91	3107.46	3362.96
无形资产	377.82	343.12	280.01	221.22	161.08
其他非流动资产	1916.81	1746.26	1440.69	1209.67	1030.93
<b>资产总计</b>	9278.59	10792.75	11283.48	12201.66	12951.38
<b>流动负债</b>	3252.81	2939.57	3401.51	3674.15	3647.43
短期借款	1748.47	1343.85	1784.72	1989.12	1933.34
应付账款	307.03	328.45	339.00	380.04	387.75
其他流动负债	1197.30	1267.27	1277.79	1305.00	1326.34
<b>非流动负债</b>	676.36	461.02	436.86	441.89	443.40
长期借款	502.71	9.50	9.50	9.50	9.50
其他非流动负债	173.65	451.52	427.35	432.39	433.90
<b>负债合计</b>	3929.17	3400.59	3838.37	4116.04	4090.83
少数股东权益	323.25	331.33	455.10	544.11	592.22
股本	2667.32	2570.04	2570.04	2570.04	2570.04
资本公积	677.13	214.71	214.71	214.71	214.71
留存收益	2266.58	4275.81	4204.96	4756.47	5483.29
归属母公司股东权益	5026.17	7060.82	6990.01	7541.51	8268.33
<b>负债和股东权益</b>	9278.59	10792.75	11283.48	12201.66	12951.38

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1249.70	889.94	719.77	750.40	1070.23
净利润	549.20	2119.63	464.12	710.18	902.06
折旧摊销	278.77	289.66	281.37	346.60	404.76
财务费用	108.95	59.41	20.52	34.01	27.14
投资损失	-280.89	-2595.14	-80.00	-80.00	-90.00
营运资金变动	355.83	-151.14	27.15	-262.85	-176.42
其他经营现金流	237.85	1167.51	6.61	2.45	2.69
<b>投资活动现金流</b>	-166.77	1100.01	-606.06	-533.42	-554.09
资本支出	460.40	568.37	299.98	400.00	500.00
长期投资	-64.16	-36.23	189.12	227.96	159.93
其他投资现金流	229.47	1632.16	-116.96	94.54	105.83
<b>筹资活动现金流</b>	-1027.76	-1015.02	99.02	83.02	-216.14
短期借款	-403.66	-404.62	440.86	204.40	-55.78
长期借款	69.66	-493.21	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	-97.28	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-89.31	-462.43	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-604.45	442.51	-341.84	-121.38	-160.36
<b>现金净增加额</b>	48.92	974.97	212.74	300.00	300.00

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	5909.02	6150.86	6041.92	7133.53	8031.30
营业成本	2042.50	2189.60	2260.02	2714.56	2982.73
营业税金及附加	81.71	77.97	78.54	92.74	104.41
营业费用	2469.28	2406.99	2235.51	2639.41	2931.42
管理费用	498.13	516.69	507.52	592.08	658.57
研发费用	184.99	197.45	220.00	260.00	280.00
财务费用	108.95	59.41	20.52	34.01	27.14
资产减值损失	-183.46	-250.56	-50.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	71.49	-637.44	-200.00	0.00	0.00
投资净收益	280.89	2595.14	80.00	80.00	90.00
<b>营业利润</b>	783.94	2517.90	630.33	958.10	1213.36
营业外收入	5.55	2.02	3.96	3.58	3.44
营业外支出	23.84	9.19	15.46	14.77	14.07
<b>利润总额</b>	765.65	2510.74	618.83	946.91	1202.74
所得税	216.45	391.11	154.71	236.73	300.69
<b>净利润</b>	549.20	2119.63	464.12	710.18	902.06
少数股东损益	95.90	110.40	123.77	89.01	48.11
<b>归属母公司净利润</b>	453.30	2009.23	340.35	621.17	853.95
EBITDA	1171.66	2866.98	932.23	1338.71	1645.27
EPS (元)	0.17	0.78	0.13	0.24	0.33

**主要财务比率**

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-12.70	4.09	-1.77	18.07	12.59
营业利润(%)	2106.45	221.19	-74.97	52.00	26.64
归属母公司净利润(%)	231.15	343.24	-83.06	82.51	37.47
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	65.43	64.40	62.59	61.95	62.86
净利率(%)	7.67	32.67	5.63	8.71	10.63
ROE(%)	9.02	28.46	4.87	8.24	10.33
ROIC(%)	14.76	52.30	11.07	15.86	18.89
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	42.35	31.51	34.02	33.73	31.59
净负债比率(%)	60.09	43.67	49.98	51.64	50.57
流动比率	1.27	1.74	1.56	1.62	1.78
速动比率	0.96	1.39	1.26	1.30	1.43
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.62	0.61	0.55	0.61	0.64
应收账款周转率	5.54	7.07	7.15	7.73	7.57
应付账款周转率	5.97	6.89	6.77	7.55	7.77
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.78	0.13	0.24	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.35	0.28	0.29	0.42
每股净资产(最新摊薄)	1.96	2.75	2.72	2.93	3.22
<b>估值比率</b>					
P/E	34.02	7.67	45.31	24.82	18.06
P/B	3.07	2.18	2.21	2.04	1.86
EV/EBITDA	10.96	4.48	13.78	9.60	7.81

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188