康臣藥業（1681）

更新報告

買入

2025 年 9 月 10 日

腎科中藥龍頭，業績穩健上漲，高派息高回購

➢ **整體業績表現亮眼，經營結構持續優化：**康臣藥業在 2025 年上半年展現出亮眼的業績表現和穩健的增長態勢，並積極優化經營結構，深化戰略佈局。2025 年上半年，集團收入達到 15.69 億元，同比增長 23.7%。毛利增長約 27.6%至人民幣 12.09 億元。毛利率進一步提升至 77.1%，較 2024 年同期增長 2.4 個百分點，主要歸因於中藥材原材料採購價格下降。公司股東應占溢利約為人民幣 4.98 億元，同比增長 24.6%。公司延續了高派息政策，董事局建議派發每股 0.33 港元中期股息，派息率超過 51%。

➢ **核心產品驅動增長，各業務板塊協同發展：**康臣藥業分部，腎科藥物銷售收入約人民幣 11.31 億元，較 2024 年同期增長約 28.0%，其核心產品尿毒清顆粒持續驅動增長，穩居腎病現代中成藥品類領先地位。婦兒藥物銷售收入約 1.72 億元，較 2024 年同期增長約 17.5%。其中源力康口服液是唯一進入國家基藥、醫保目錄的口服液補鐵劑，深耕兒童、 孕產婦 IDA 預防及治療賽道。2024 年，國家醫保局取消其報銷適應症限制，顯著提高了在成人科室的臨床可及性，市場份額穩步提升。醫用成像對比劑系列產品銷售收入約 0.95 億元，較 2024 年同期增長約 22.0%。2024 年，公司釓噴酸葡胺注射液多個規格通過一致性評價，碘克沙醇注射液獲批上市，並推出康必顯（碘克沙醇）、康優顯（碘普羅胺）兩款 CT 造影劑新品。此外，八氟丙烷脂質體微球注射液等多款在研產品已報產或完成驗證待申報，產品管線不斷豐富。玉林藥業分部，皮膚、肝膽、骨科系列藥物銷售均有提升，較去年同期增長約 19.7%、4.6%和 2.1%。

➢ **腎病產品突出，佔據行業領先地位**：尿毒清顆粒是康臣藥業集團的皇牌產品，穩居腎病中成藥市場領先地位。作為獨家品種，具有獨特的市場競爭力。尿毒清顆粒主要用於慢性腎臟病（CKD），能有效降低血清肌酐水準，延緩 eGFR 下降以及 CKD 進展，安全性高。資料表明中國成人 CKD 患病率高達 10.8%，預計患者人數超過 1.2 億，目標市場規模龐大。尿毒清顆粒是中國首個完成循證醫學研究的腎病中成藥，並完成了系統生物學研究，臨床療效確切，並獲得多部臨床指南和專家共識的“強推薦”。由於慢性腎病目前尚無根治手段，且現有治療藥物中缺乏療效顯著的優勢競品，尿毒清顆粒作為一種中成藥，在延緩疾病進展方面具備一定的調理作用。其作用機制主要通過腸道途徑排泄毒素，具有較高的安全性和用藥便利性。此外，該產品憑藉出色的銷售與公關團隊、廣泛的適應症範圍（覆蓋絕大多數腎功能不全患者），以及在醫生和患者群體中的廣泛認知，臨床應用頻率較高。同時，該藥品已被納入醫保目錄，價格較為親民。在集采背景下，公司採取“以價換量”策略，實現了鞏固存量與提升增量的雙重突破。綜上，預計尿毒清顆粒未來銷量有望保持穩定增長。尿毒清的專利保護雖已於 2024 年到期，但由於其複方成分複雜，仿製難度較大，加之新藥審評審批流程嚴格、週期較長，預計該品種在較長時期內仍將保持較高的市場壁壘，競爭格局有望維持相對集中，市場領先地位或將延續。

➢ **維持目標價 25.20 港元，買入評級：**綜合考慮公司經營結構持續優化，腎病產品佔據市場龍頭地位，業績穩增，高分紅與回購共同彰顯價值與信心。我們調整 2025-2027 年盈利預測，以 10%的折現率和 0%的永續增長率，算出目標價為 25.20 港元，對應 2025 年市盈率 19 倍，較現價有 59.50%上升空間，維持買入評級。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要資料

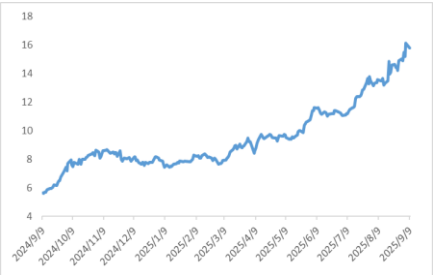
行業	醫藥
股價	15.80 港元
目標價	25.20 港元 （+59.5%）
股票代碼	1681
已發行股本	8.53 億股
市值	135 億港元
52 周高/低	16.16 港元/5.41 港元
每股淨現值	5.55 港元
主要股東	中成發展（23.23%），Guidoz Limited（12.96%），GL Chi Long Equity Opportunities Fu（5.05%）

盈利摘要

截止12月31日財政年度	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%

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源: 彭博

主要財務報表

損益表
<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
收入	2,590,115	2,967,235	3,476,555	3,964,287	4,484,951
毛利	1,921,678	2,242,102	2,676,947	3,032,679	3,408,563
销售及管理费用	(1,167,805)	(1,293,449)	(1,536,637)	(1,752,215)	(1,982,348)
营运收入	753,873	948,653	1,140,310	1,280,465	1,426,214
其他净收入	118,498	87,629	47,236	47,236	47,236
财务开支-净额	(21,264)	(24,888)	(5,470)	(6,237)	(7,057)
税前盈利	851,107	1,011,394	1,182,076	1,321,463	1,466,394
所得税	(77,149)	(102,732)	(118,055)	(131,994)	(146,487)
净利润	784,534	910,458	1,051,870	1,176,064	1,305,197
EBITDA	872,371	1,036,282	1,271,263	1,414,051	1,562,434
增长					
总收入 (%)	10.7%	14.6%	17.2%	14.0%	13.1%
EBITDA (%)	8.9%	18.8%	22.7%	11.2%	10.5%

财务分析
<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
盈利能力					
毛利率 (%)	74.2%	75.6%	77.0%	76.5%	76.0%
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%
营运表现					
SG&A/收入(%)	45.1%	43.6%	44.2%	44.2%	44.2%
实际税率 (%)	9.1%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
股息支付率 (%)	42.0%	51.0%	50.0%	50.0%	50.0%
存货周转天数	0	165	135	135	135
应收账款天数	0	98	43	43	43
财务状况					
负债/权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入/总资产	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
总资产/股本	72.8	72.1	81.2	93.4	105.0
盈利对利息倍数	41.0	41.6	232.4	226.7	221.4

资产负债表
<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
现金	2,748,262	2,907,682	3,458,678	4,099,037	4,767,107
应收账款	309,966	370,121	460,389	552,477	611,016
存货	367,087	289,677	310,029	412,008	497,262
其他流动资产					
总流动资产	3,425,315	3,567,480	4,229,096	5,063,522	5,875,385
固定资产	753,690	811,722	825,468	841,577	855,054
无形资产	283,140	268,960	222,624	198,353	163,104
其他非流动资产	183,854	201,946	186,052	180,479	174,905
总资产	4,645,999	4,850,108	5,463,240	6,283,931	7,068,448
应付账款	942,429	1,061,862	1,270,327	1,535,617	1,659,841
短期借款	503,418	253,340	253,340	253,340	253,340
其他短期负债	44,931	49,175	49,175	49,175	49,175
总短期负债	1,490,778	1,364,377	1,572,842	1,838,132	1,962,356
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	90,388	81,824	81,824	81,824	81,824
总负债	90,388	81,824	81,824	81,824	81,824
股东权益	4,555,611	4,768,284	5,381,416	6,202,107	6,986,624
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

現金流量表
<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
税前利润	863,703	1,020,106	1,180,550	1,319,937	1,464,868
营运资金变化	1,183,434	1,525,575	97,845	71,224	(19,570)
其他经营性现金流变化	22,737	24,475	89,187	92,587	96,040
所得税	(20,033)	(37,180)	(118,055)	(131,994)	(146,487)
营运现金流	2,049,841	2,532,976	1,249,527	1,351,755	1,394,851
资本开支	(52,564)	(109,002)	(67,126)	(67,126)	(67,126)
其他投资活动	-	-	-	-	-
投资活动现金流	(52,564)	(109,002)	(67,126)	(67,126)	(67,126)
股本变化	0	0	0	0	0
负债变化	(705,669)	(1,433,883)	(5,470)	(6,237)	(7,057)
股息	(3,677)	(3,677)	(525,935)	(588,032)	(652,599)
其他融资活动	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(709,346)	(1,437,560)	(531,405)	(594,269)	(659,655)
现金变化	307,101	170,819	550,996	640,360	668,070
期初持有现金	2,450,173	2,748,262	2,907,682	3,458,678	4,099,037
汇兑影响	0	0	0	0	0
期末持有现金	2,748,262	2,907,682	3,458,678	4,099,037	4,767,107

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。 第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。 資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2025 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。