

买入
肾科产品持续快速增长，新药研发加速推进
康臣药业 (1681.HK)

2026-04-21 星期二

【投资要点】
➤ 业绩持续快速增长，持续高分红：

2025 年营业收入达人民币 34.17 亿元 (+15.2%)，净利润人民币 10.78 亿元 (+18.4%)，每股基本盈利人民币 1.27 元 (+14.4%)。毛利率提升至 78.0% (2024 年：75.6%)，源于供应链优化、生产效率提升及部分原材料成本回落。肾科药物收入人民币 24.02 亿元 (+20.3%) 成核心驱动力，医学成像剂增长 10.9%。分销成本增速 (+9.3%) 显著低于收入增速，运营效率改善明显。研发费用达 1.52 亿元 (+55.7%)，支撑 SK-08/09 获 FDA 临床许可等创新突破。所得税率降至 9.0% (2024 年：10.1%)，受益研发加计扣除与高新企业税收优惠。

➤ 研发管线不断丰富：

公司重点开发肾科、影像板块产品，管线丰富，创新药取得里程碑进展：SK-08、SK-09 双品种获美国 FDA 临床研究许可，实现公司创新药全球化布局从零到一的突破，打通中美双报路径，为加速推进创新药管线全球化和 BD 奠定基础；SK-09 更一次性通过澳洲伦理审查，于澳洲启动 I 期临床，标志着公司临床试验首次出海，品牌国际影响力显著提升。中药创新与平台建设提速：芪箭颗粒目前已完成临床前研究与 IND 申报筹备，并同步构建中药注册新规下 1.1 类复方新药研发范式与平台体系，形成可复用的全流程标准化路径。自主研发的 AIDD 平台开始应用，有望大幅提升研发效率。

➤ 肾科产品竞争力不断提升：

肾科方面，公司主要通过尿毒清和益肾化湿颗粒两大核心产品实现销售收入同比增长 20.3%，尿毒清竞争优势明显，有 16 味中药，仿制难度极大，有很高的技术门槛，尿毒清有望保持增长。学术影响力持续提升：尿毒清颗粒发表了 2025《尿毒清治疗慢性肾脏病临床指南》、2025《中西医联合防治 CKD1-3 期临床指南》；益肾化湿颗粒先后在《Journal of Ethnopharmacology》、《Frontiers in Pharmacology》等国际期刊发表多项研究论文，并获批国家中药二级保护品种（保护期七年）。

➤ 给予买入评级，目标价 21.4 港元：

公司产品力强大，尿毒清技术及市场壁垒高，仿制难度极大，公司业绩有望持续快速增长。预计 2026 年-28 年收入分别为人民币 38.82 亿元、43.20 亿元、47.50 亿元，EPS 为 1.45、1.60、1.75 元，给予买入评级，目标价 21.4 港元，对应 26 年 PE 约 13 倍。预计升幅：34.68%。

目标价：**21.4 港元**
 现价：**15.89 港元**
 预计升幅：**34.68%**

重要数据

日期	2026-4-21
收盘价 (港元)	15.89
总股本 (亿股)	8.42
总市值 (亿港元)	134
净资产 (亿元)	48
总资产 (亿元)	64
52 周高低 (港元)	19.49/7.90
每股净资产 (元)	5.34

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中成发展有限公司 23.15%
 Guido Limited 12.91%

相关报告

深度报告：20161215
 更新报告：20240408/20240823
 更新报告：20250821

研究部

姓名：林兴秋
 SFC：BLM040
 电话：0755-21519193
 Email：linxq@gyzq.com.hk

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
营业额	2967.24	3417.36	3881.71	4320.35	4750.22
同比增长 (%)	14.56%	15.17%	13.59%	11.30%	9.95%
归母净利润	910.41	1078.12	1219.21	1345.07	1472.27
同比增长 (%)	16.05%	18.42%	13.09%	10.32%	9.46%
每股盈利 (元)	1.08	1.28	1.45	1.60	1.75
PE@15.89HKD	12.93	10.92	9.65	8.75	8.00

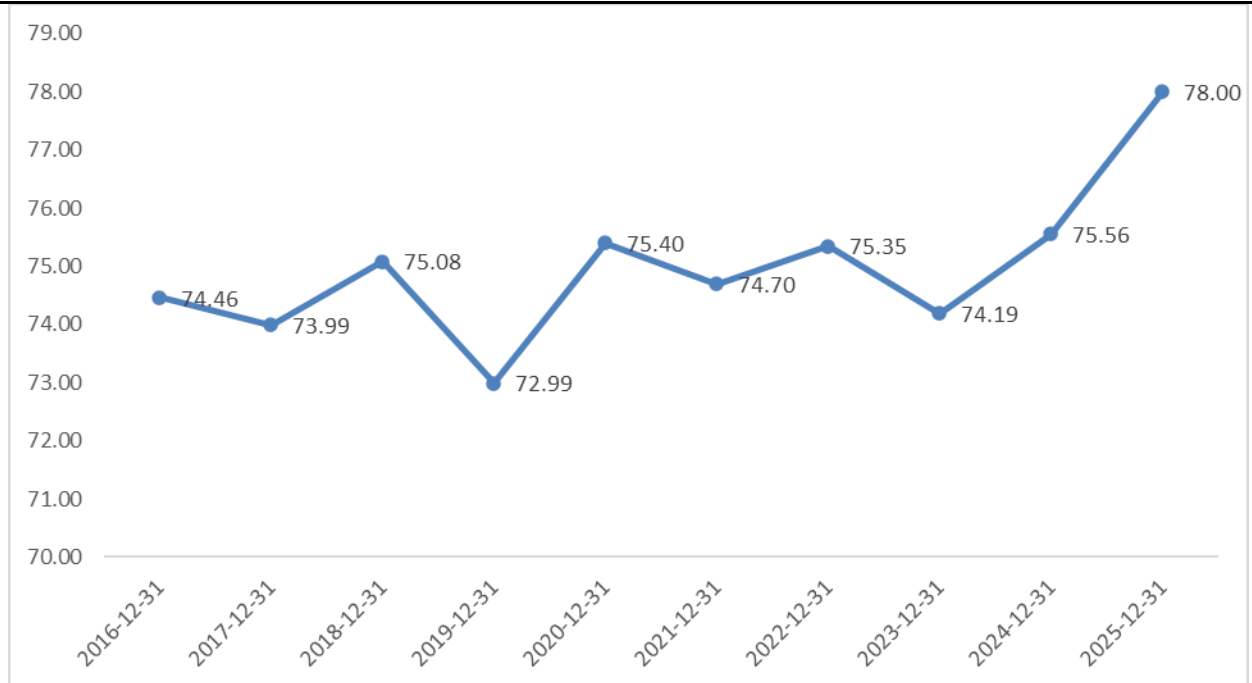
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

► 业绩持续快速增长，持续高分红：

2025 年营业收入达人民币 34.17 亿元 (+15.2%)，净利润人民币 10.78 亿元 (+18.4%)，每股基本盈利人民币 1.27 元 (+14.4%)。毛利率提升至 78.0% (2024 年：75.6%)，源于供应链优化、生产效率提升及部分原材料成本回落。肾科药物收入人民币 24.02 亿元 (+20.3%) 成核心驱动力，医学成像剂增长 10.9%。分销成本增速 (+9.3%) 显著低于收入增速，运营效率改善明显。行政开支增长 42.9% 源于研发与人才投入，研发费用达 1.52 亿元 (+55.7%)，支撑 SK-08/09 获 FDA 临床许可等创新突破。所得税率降至 9.0% (2024 年：10.1%)，受益研发加计扣除与高新企业税收优惠。2025 年每股派息 0.4 港元，派息率超 50%，回购 1358 万股，占期初总股数的 1.6%。2026 年 3 月调入港股通，流动性有望得到大幅改善。

图 1：公司近 10 年销售毛利率情况



资料来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

► 研发投入加大，管线不断丰富：

公司持续加大研发投入，2025 年研发费用达人民币 1.52 亿元，同比增长

55.7%。公司重点开发肾科、影像板块产品，管线丰富，创新药管线取得里程碑进展：SK-08、SK-09 双品种获美国 FDA 临床研究许可，实现公司创新药全球化布局从零到一的突破，打通中美双报路径，为加速推进后续创新药管线全球化建设和 BD 奠定基础；SK-09 更一次性通过澳洲伦理审查，于澳洲启动 I 期临床，标志着公司临床试验首次出海，品牌国际影响力显著提升。中药创新与平台建设提速：芪箭颗粒目前已完成临床前研究与 IND 申报筹备，并同步构建中药注册新规下 1.1 类复方新药研发范式与平台体系，形成可复用的全流程标准化路径。自主研发的 AIDD 平台开始应用，有望大幅提升研发效率。

图 2：公司新产品的研发战略



资料来源：公司演示材料、国元证券经纪（香港）整理

➤ **公司致力于产学研深度融合：**

公司与广东药科大学等单位共同合作完成的《中西医结合防治慢性肾病的基础与转化研究》荣膺 2025 年度教育部科技成果二等奖（国家级）；与东南大学中大医院等共建肾脏创新中心，推动科研协同与人才共育；与北京大学医学部共数智健康协同创新实验室」，聚焦肾脏病及慢病诊疗的数字化研究；与香港浸会大学、广东药科大学共建中西医结合肾病创新药物研发联合实验室，打造大湾区肾病创新高地；成功引进中山大学附属第一医院白花紫莲颗粒（狼疮方），充实自身免疫肾病产品管线。公司产学研深度融合方面，突出重点，深耕肾科领域，不断扩充独具竞争力的产品管线。

图 3：公司的研发管线

产品	适应症	药学研究	非临床研究	临床研究	上市申请	备注
芪苈颗粒（糖肾方）	糖尿病肾病	完成中试，非临床研究中				2026年Q2提交IND申请
白花紫莲颗粒（狼疮方）	系统性红斑狼疮 狼疮性肾炎	小试研究中				2027年Q2提交IND申请
升阳益胃汤（经典名方）	益气升阳，清热除湿； 脾胃虚弱，湿热内停	基准样品研究中				2027年Q3提交NDA申请
碳酸镧咀嚼片	高磷血症	上市申请准备中				2027年Q4获批上市
碳酸镧颗粒	高磷血症	上市申请准备中				2028年Q2获批上市
八氟丙烷脂质体 微球注射液	超声心动图增强显影	提交CDE审评				2026年Q3获批上市
钆特酸葡胺注射液	MRI增强显影（脑、脊 髓、脊柱、血管造影）	提交CDE审评				2026年Q4获批上市
钆塞酸二钠注射液	MRI增强显影 （肝脏局灶性病变检测）	提交CDE审评				2026年Q4获批上市
非奈利酮片	2型糖尿病相关的 慢性肾病	BE研究中				2028年Q1获批上市
罂粟乙碘油注射液	碘缺乏、淋巴造影、 动脉化疗栓塞	完成中试				2028年Q2获批上市
SK-08*	慢性肾病	完成I期临床（中国）				2034年Q2获批上市
SK-09*	足细胞损伤相关肾病	I期临床中（澳洲）				2035年Q1获批上市

资料来源：公司演示材料、国元证券经纪（香港）整理

➤ 给予买入评级,目标价 21.4 港元:

公司产品力强大，尿毒清技术及市场壁垒高，仿制难度极大，公司业绩有望持续快速增长，研发管线丰富，盈利能力不断提升。公司拥有约 2000 人的学术营销团队，覆盖医院超过 4.8 万家、药店超过 43 万家，以肾科为旗舰，持续推动肾科、影像产品线向纵深发展，拓展骨伤、皮肤、肝胆、消化系列产品，核心产品临床价值显著。公司注重股东回报，累计派息超 33 亿元港币。公司于 2026 年 3 月进入港股通，流动性大幅改善。预计 2026 年-28 年收入分别为人民币 38.82 亿元、43.20 亿元、47.50 亿元，EPS 为 1.45、1.60、1.75 元，给予买入评级,目标价 21.4 港元，对应 26 年 PE 约 13 倍。预计升幅：34.68%。

【风险提示】

- (1) 研发进度可能低于预期
- (2) 国家集采政策风险
- (3) 产品价格可能下降风险

【财务报表摘要】
损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	2590.11	2967.24	3417.36	3881.71	4320.35	4750.22
销售成本	668.44	725.14	750.24	838.45	937.51	1097.30
毛利	1921.68	2242.10	2667.12	3043.26	3382.83	3652.92
其他收入	118.50	110.00	52.65	77.00	56.00	60.00
分销开支	-852.21	-981.58	-1072.78	-1152.87	-1317.71	-1439.32
行政费用	-315.60	-311.87	-445.63	-454.54	-463.63	-472.91
研发费用	-87.00	-97.54	-151.84	-156.40	-161.09	-165.92
经营盈利	884.97	1045.06	1202.38	1355.46	1494.40	1633.78
财务开支	-21.26	-25.00	-4.30	-3.58	-3.12	-2.71
应占联营公司利润						
其他开支	0.00	-5.00	-4.00	-1.00	-2.00	-1.00
税前盈利	863.71	1020.06	1196.48	1351.87	1491.29	1631.07
所得税	-77.15	-102.73	-107.29	-121.67	-134.22	-146.80
少数股东应占利润	2.02	6.92	11.07	11.00	12.00	12.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	784.53	910.41	1078.12	1219.21	1345.07	1472.27
折旧及摊销	80.00	63.99	60.09	53.81	50.25	46.82
EBITDA	964.97	1109.05	1262.47	1409.27	1544.66	1680.60
增长						
总收入 (%)	10.71%	14.56%	15.17%	13.59%	11.30%	9.95%
EBITDA (%)	15.75%	14.93%	13.83%	11.63%	9.61%	8.80%
净利润 (%)	14.88%	16.05%	18.42%	13.09%	10.32%	9.46%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	2748.26	2907.42	1234.38	3713.96	4303.83	4983.94
其他短期投资	834.94	958.00	1659.98	600.00	606.00	612.06
应收账款	255.84	297.57	307.72	338.49	372.34	409.58
存货	367.09	289.68	271.41	298.55	328.41	361.25
其他流动资产	0.00	0.00	42.90	0.00	0.00	0.00
流动资产	4278.08	4551.05	4604.77	5031.05	5691.42	6448.47
固定资产	739.06	797.58	804.19	828.32	853.17	878.76
贷款	490.86	504.18	1001.08	931.49	952.74	974.68
非流动资产	1229.92	1301.76	1805.27	1759.80	1805.90	1853.44
总资产	5508.00	5852.81	6410.04	6790.85	7497.32	8301.91
流动负债	1495.00	1370.80	1430.31	1502.08	1580.34	1665.19
应付帐款	83.10	75.64	130.50	134.42	138.45	142.60
短期银行贷款	503.42	253.34	200.00	212.00	224.72	238.20
其他短期负债	908.48	1041.82	1099.81	1155.66	1217.17	1284.39
非流动负债	94.29	89.23	141.84	146.10	150.48	154.99
长期银行贷款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	94.29	89.23	141.84	146.10	150.48	154.99
总负债	1589.29	1460.03	1572.15	1648.17	1730.82	1820.19
少数股东权益	292.21	295.45	302.84	339.18	379.88	425.47
归母股东权益	3626.50	4097.33	4535.05	4803.50	5386.62	6056.26

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力						
毛利率 (%)	74.19%	75.56%	78.05%	78.40%	78.30%	76.90%
EBITDA 利率 (%)	37.26%	37.38%	36.94%	36.31%	35.75%	35.38%
净利润率 (%)	30.29%	30.68%	31.55%	31.41%	31.13%	30.99%
ROE	21.63%	22.22%	23.77%	25.38%	24.97%	24.31%
ROA	14.24%	15.56%	16.82%	17.95%	17.94%	17.73%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	12.18%	10.51%	13.04%	11.71%	10.73%	9.96%
实际税率 (%)	8.93%	10.07%	8.97%	9.00%	9.00%	9.00%
库存周转天数	175.60	165.29	136.49	124.06	122.05	114.70
应付账款天数	-45.38	-38.07	-63.49	-58.51	-53.90	-47.43
应收账款天数	36.05	36.60	32.87	31.83	31.46	31.47
财务状况						
资产负债率	0.29	0.25	0.25	0.24	0.23	0.22
收入/总资产	0.47	0.51	0.53	0.57	0.58	0.57
总资产/股本	1.52	1.43	1.41	1.41	1.39	1.37

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	784.53	910.41	1078.12	1219.21	1345.07	1472.27
折旧与摊销	80.00	63.99	60.09	53.81	50.25	46.82
营运资本变动	64.80	153.88	108.53	130.24	127.22	116.93
其他非现金调整	-14.64	-41.34	-25.84	-31.00	-20.61	-26.69
营运现金流	819.00	1086.99	1220.91	1372.25	1501.93	1609.34
资本开支	-50.56	-109.00	-190.00	-195.70	-201.57	-207.62
其他投资活动	-112.00	-77.91	44.85	46.20	47.58	49.01
投资活动现金流	-162.56	-186.91	-145.15	-149.50	-153.99	-158.61
负债变化	49.00	-260.65	-410.00	-390.00	-391.00	-392.00
股本变化	0.00	142.99	128.69	115.82	104.24	93.82
股息	-348.00	-689.00	-552.80	-563.86	-575.13	-586.64
其他融资活动	19.00	77.40	85.80	94.38	103.82	114.20
融资活动现金流	-280.00	-729.26	-748.31	-743.65	-758.08	-770.62
汇率变动影响	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
现金变化	376.44	170.82	327.45	479.10	589.87	680.11
期初持有现金	2450.17	2748.00	2907.42	3234.87	3713.96	4303.83
期末持有现金	2748.00	2907.42	3234.87	3713.96	4303.83	4983.94

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>