

买入

肾科产品继续快速增长，加大新药研发投入

康臣药业 (1681.HK)

2026-08-28 星期五

【投资要点】

➤ 业绩继续快速增长，持续高分红：

2026年上半年业绩稳健增长，收入达人民币17.85亿元（+13.8%），净利润5.95亿元（+19.5%），毛利率提升至81.4%（+4.3pct），盈利能力持续增强。肾科板块持续领跑，上半年收入13.35亿元（+18.1%），为核心增长引擎。尿毒清颗粒循证医学地位稳固，基层下沉策略见效，二三四线城市增速达22%-25%。股东回报持续丰厚，2026年中期每股派息0.38港元（+15.2%），占上半年净利润约50%；上市以来累计派息超36亿港元，常态化回购持续推进。财务结构稳健，现金储备达48.15亿元，经营性净现金流7.81亿元（+58.6%），存货与应收账款周转天数优化。

➤ 公司高度重视研发，管线不断丰富：

上半年公司的研发支出同比大增97.9%至0.91亿元，占收入比重从2.9%提升至5.1%，显示公司正加速向创新驱动转型。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（sGC激活剂）已完成中国I期临床，结果发表于ASN年会，正与潜在合作伙伴洽谈后续研发计划。SK-09（足细胞损伤相关肾病）在澳洲完成SAD研究，预计2027年下半年进入临床II期。中药创新与平台建设提速：芪箭颗粒于2026年8月获批开展新药注册临床研究，拟用于治疗糖尿病肾病，该研究由首都医科大学附属北京中医院刘宝利教授、中山大学附属第一医院陈薇教授共同牵头，采用中西医双PI设计，预计2026年Q3/Q4启动全国40家中心临床II期。白花紫莲颗粒（狼疮方）已完成小试和预中试研究，预计2027年Q2提交IND申请。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实现销售收入同比增长18.1%，尿毒清学术影响力持续提升：东南大学医学院附属中大医院完成《尿毒清颗粒对3~4期慢性肾脏病患者死亡率影响的靶向试验模拟：基于18,315例队列的真实世界研究》。研究证实，CKD3~4期患者起始服用尿毒清颗粒，全因死亡风险降低37.3%，心血管死亡风险降低43.9%。

➤ 给予买入评级，目标价19.16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2026-28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19.16港元，对应26年PE约11.5倍。预计升幅：38.98%。

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	1218.97	1345.76	1471.98
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@13.79HKD	11.10	9.37	8.29	7.51	6.86

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：19.16 港元

现价：13.79 港元

预计升幅：38.98%

重要数据

日期	2026-8-27
收盘价 (港元)	13.79
总股本 (亿股)	8.42
总市值 (亿港元)	116
净资产 (亿元)	48
总资产 (亿元)	68
52周高低 (港元)	19.49/12.31
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 23.26%

Guidoz Limited 12.97%

相关报告

深度报告：20161215

更新报告：20240408/20240823

更新报告：20250821/20260421

研究部

姓名：林兴秋

SFC：BLM040

电话：0755-21519193

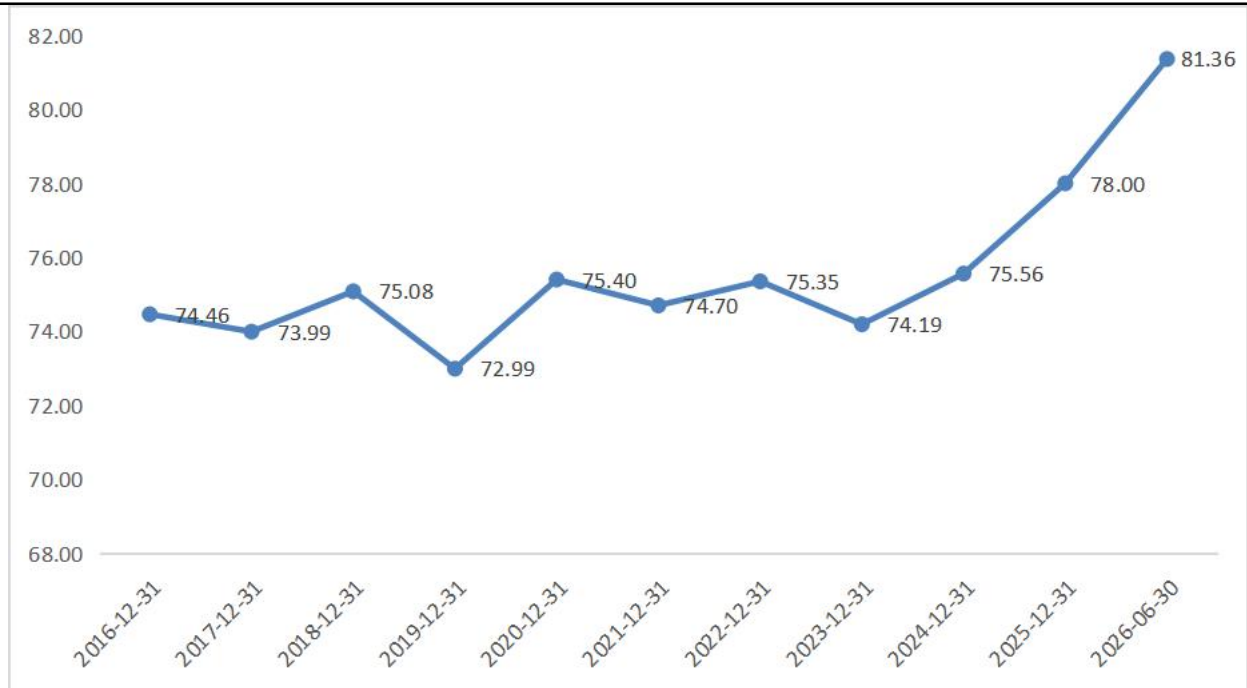
Email：linxq@gyzq.com.hk

【报告正文】

► 业绩持续快速增长，持续高分红：

2026 年上半年业绩稳健增长，收入达人民币 17.85 亿元（+13.8%），净利润 5.95 亿元（+19.5%），毛利率提升至 81.4%（+4.3pct），盈利能力持续增强。肾科板块持续领跑，上半年收入 13.35 亿元（+18.1%），为核心增长引擎。尿毒清颗粒循证医学地位稳固，基层下沉策略见效，二三四线城市增速达 22%-25%。股东回报持续丰厚，2026 年中期每股派息 0.38 港元（+15.2%），占上半年净利润约 50%；上市以来累计派息超 36 亿港元，常态化回购持续推进。财务结构稳健，现金储备达 48.15 亿元，经营性净现金流 7.81 亿元（+58.6%），存货与应收账款周转天数优化。

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

► 核心业务板块分析

1. 肾科板块：持续领跑，旗舰地位稳固

2026 年上半年肾科收入达 13.35 亿元，同比增长 18.1%，持续领跑肾病现代中成药市场。核心产品尿毒清颗粒是中国肾病中成药的标杆产品。2016 年公司率先完成了循证医学研究与系统生物学研究，从疗效和作用

机理两个维度科学证实了尿毒清延缓慢性肾病进展的临床价值。凭借扎实的证据基础，尿毒清荣获《中成药治疗慢性肾病 3~5 期临床应用指南》唯一强推荐级中成药，并相继入选糖尿病肾病、老年慢性肾病等多项权威指南与专家共识，2026 年荣膺“中药现代化 30 年示范品种”。真实世界研究再添重磅证据：东南大学医学院附属中大医院基于 18,315 例真实队列完成的研究证实，CKD 3~4 期患者起始服用尿毒清颗粒，全因死亡风险降低 37.3%，心血管死亡风险降低 43.9%。该研究被中华医学会肾脏病学分会第二十届重症肾脏病与血液净化大会（CCBPC 2026）录用为书面交流，并被美国肾脏病学会（ASN）年会录用为壁报交流。渠道下沉成效显著：从城市线级看，老一线城市（北上广深）增速放缓，但省会及新一线城市增长 18.1%，二线城市增长 22.6%，三四线城市增长 25.4%，基层市场拓展符合国家政策导向，空间仍然广阔。潜力品种益肾化湿颗粒获批国家二级中药保护品种，竞争壁垒显著。在肾科化药领域，罗沙司他胶囊和恩格列净片已被纳入国家基药目录，满足多元化临床需求。

2. 妇儿板块及玉林板块

2026 年上半年妇儿收入 1.87 亿元，同比增长 9.1%。源力康®右旋糖酐铁口服液是唯一进入国家基药和医保目录的口服液补铁剂，深耕儿童及孕产妇 IDA（缺铁性贫血）防治赛道。公司持续打造学术品牌，启动妇儿专项临床合理用药规范管理项目，推动《妊娠期铁缺乏和缺铁性贫血防治指南》标准修订，同时不断加强院外品牌布局，巩固并提升品牌在孕产妇及婴幼儿人群中的认知度，力争成为该人群补铁补血的首选品牌。2026 年上半年玉林制药销售收入约 1.80 亿元，同比增长 4.2%。

3. 医用成像对比剂：集采落地，新品获批

2026 年上半年影像板块收入 0.84 亿元，同比下降 10.9%，主要受集采价格下降影响，但销量稳步增长。MRI 造影剂钆喷酸葡胺注射液已在新疆 26 省集采联盟全面落地，以第一顺位中选优势挤占竞争对手份额。新一代钆特酸葡胺注射液已于 2026 年 8 月获批上市，完善影像对比剂产品矩阵；钆塞酸二钠注射液已提交 CDE 审评，预计 2026 年 Q4 获批。CT 造

影剂碘普罗胺以第一顺位中选国家第十二批集采，有望从百万级销售提升至千万级。第二代超声造影剂八氟丙烷脂质微球注射液已提交 CDE 审评，预计 2027 年 Q1 获批上市。

➤ 公司高度注重研发，管线不断丰富：

上半年公司的研发支出同比大增 97.9%至 0.91 亿元，占收入比重从 2.9% 提升至 5.1%，显示公司正加速向创新驱动转型。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（sGC 激活剂）已完成中国 I 期临床，结果发表于 ASN 年会，正与潜在合作伙伴洽谈后续研发计划。SK-09（足细胞损伤相关肾病）在澳洲完成 SAD 研究，预计 2027 年下半年进入临床 II 期。中药创新与平台建设提速：芪箭颗粒于 2026 年 8 月获批开展新药注册临床研究，拟用于治疗糖尿病肾病，该研究由首都医科大学附属北京中医院刘宝利教授、中山大学附属第一医院陈薇教授共同牵头，采用中西医双 PI 设计，预计 2026 年 Q3/Q4 启动全国 40 家中心临床 II 期。白花紫莲颗粒（狼疮方）已完成小试和预中试研究，预计 2027 年 Q2 提交 IND 申请。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
芪箭颗粒(糖肾方)	糖尿病肾病			IND获批, I期临床准备中		2035年Q3获批上市
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
升阳益肾汤(经典名方)	脾胃气虚、湿郁生热证	基准样品研究中				2027年Q3提交NDA申请
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	2027年Q1获批上市
钆特酸葡胺注射液	MRI增强显影				获批上市	2026年8月已获批上市
钆塞酸二钠注射液	MRI增强显影				提交CDE审评	2026年Q4获批上市
非奈利酮片	2型糖尿病相关慢性肾病				待提交CDE审评	2028年Q1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
CS-001*	原发性膜性肾病					2028年Q3提交IND申请
CS-003*	常染色体显性多囊肾病					2028年Q2提交IND申请
CS-007*	慢性肾病、IgA肾病、糖尿病肾病					2028年Q4提交IND申请
CS-009*	局灶节段性肾小球硬化					2029年Q4提交IND申请
CS-010*	慢性肾病					2029年Q3提交IND申请
CS-011*	高血压合并慢性肾病、糖尿病肾病					2029年Q4提交IND申请
CS-170*	系统性红斑狼疮、狼疮性肾炎					2029年Q1提交IND申请
CS-188*	慢性肾脏病高磷血症					2029年Q1提交IND申请
CS-211*	更年期血管舒缩症					2028年Q4提交IND申请
CS-301*	MRI增强显影					2028年Q2提交IND申请
CS-618*	狼疮性肾炎、膜性肾病、IgA肾病					2029年Q3提交IND申请
CS-620*	IgA肾病					2029年Q3提交IND申请

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 19.16 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 36 亿元港币。预计 2026-28 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 19.16 港元,对应 26 年 PE 约 11.5 倍。预计升幅: 38.98%。

表 1: 行业相关上市公司估值

代码	证券简称	总市值(亿港元)		市盈率 PE		市净率 PB
		元)	TTM	26E	27E	
0874.HK	白云山	362.92	7.77	7.05	6.55	0.51
000538.SZ	云南白药	1,031.39	16.97	15.89	14.66	2.12
600436.SH	片仔癀	887.91	40.37	32.74	29.37	5.05
000999.SZ	华润三九	469.26	12.39	11.16	10.11	1.78
600085.SH	同仁堂	388.14	31.13	24.91	22.02	2.38

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

【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	937.52	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	1355.45	1494.40	1633.77
财务开支	-21.26	-25.00	-4.30	-3.74	-3.25	-2.83
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	1352.71	1493.14	1632.94
所得税	-77.15	-102.73	-107.29	-121.74	-134.38	-146.96
少数股东应占利润	2.02	6.92	11.07	12.00	13.00	14.00
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	1218.97	1345.76	1471.98
折旧及摊销	80.00	63.99	66.59	62.34	61.76	59.96
EBITDA	964.97	1109.05	1268.97	1417.79	1556.16	1693.73
增长						
总收入 (%)	10.71%	14.56%	15.17%	13.59%	11.30%	9.95%
EBITDA (%)	15.75%	14.93%	14.42%	11.73%	9.76%	8.84%
净利润 (%)	14.88%	16.05%	18.42%	13.06%	10.40%	9.38%

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	1901.59	2693.97	3585.64
其他短期投资	834.94	958.00	1659.98	1676.58	1693.35	1710.28
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	5314.48	6198.32	7188.10
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	7074.28	8004.22	9041.54
流动负债	1495.00	1370.80	1430.31	1502.08	1580.34	1665.19
应付账款	83.10	75.64	130.50	134.42	138.45	142.60
短期银行贷款	503.42	994.19	#REF!	212.00	224.72	238.20
其他短期负债	908.48	300.97	#REF!	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	5086.93	5893.52	6795.89

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 (%)	0.74	0.76	0.78	0.78	0.78	0.77
EBITDA 利率 (%)	0.37	0.37	0.37	0.37	0.36	0.36
净利率 (%)	0.30	0.31	0.32	0.31	0.31	0.31
ROE	0.22	0.22	0.24	0.24	0.23	0.22
ROA	0.14	0.16	0.17	0.17	0.17	0.16
营运表现						
SG&A/收入 (%)	0.12	0.11	0.13	0.12	0.11	0.10
实际税率 (%)	0.09	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09
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	0.23	0.22	0.20
收入/总资产	0.47	0.51	0.53	0.55	0.54	0.53
总资产/股本	1.52	1.43	1.41	1.39	1.36	1.33

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	1218.97	1345.76	1471.98
折旧与摊销	80.00	63.99	66.59	62.34	61.76	59.96
营运资本变动	64.80	153.88	91.94	126.92	123.24	112.16
其他非现金调整	-14.64	-41.34	-24.80	-30.80	-20.36	-26.39
营运现金流	819.00	1086.99	1211.85	1377.43	1510.40	1617.70
资本开支	-50.56	-109.00	-68.48	-70.53	-72.65	-74.83
其他投资活动	-112.00	-77.91	-2084.64	253.29	260.89	268.71
投资活动现金流	-162.56	-186.91	-2153.12	182.76	188.24	193.88
负债变化	-393.00	-260.65	-53.31	-390.00	-391.00	-392.00
股本变化	0.00	142.99	-151.99	14.43	12.98	11.69
股息	0.00	0.00	-498.39	-508.36	-518.52	-528.90
其他融资活动	-141.20	-611.60	-8.04	-8.84	-9.73	-10.70
融资活动现金流	-534.20	-729.26	-711.73	-892.77	-906.27	-919.91
汇率变动影响	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
现金变化	122.24	170.82	-1653.00	667.41	792.37	891.68
期初持有现金	2450.17	2748.00	2907.42	1234.18	1901.59	2693.97
期末持有现金	2748.00	2907.42	1234.18	1901.59	2693.97	3585.64

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>