康辰药业（603590.SH）

主业稳健，创新产品差异化优势突出

在营销转型和重视学术推广背景下，公司核心产品苏灵和密盖息有望凭借疗效、品牌和学术优势取得稳健增长。同时公司积极探索创新转型，在研核心管线 KC1036 和 KC1086 具备 BIC/FIC 潜质，聚焦存在未被满足的实体瘤市场，有望在临床开发等方面取得积极进展。

- **主业：苏灵和密盖息具有差异化优势，通过营销改革和学术推广有望实现稳健增长，是目前公司的基石业务。**2025 年苏灵和密盖息两大产品销售收入分别为 6.68 和 2.46 亿元，占公司收入比例为 73.0%和 26.9%，是核心营收来源。苏灵的营销模式升级及密盖息消化集采因素，2025 年起两大核心产品重新进入增长轨道，为公司创新转型奠定坚实基础。
- **创新管线：**公司创新药研发聚焦具备临床需求未被满足需求的出凝血及围手术期、骨代谢、肿瘤和代谢等市场，核心管线包括 KC1036、ZY5301、KC1086、KC1101 和 KC5827 等，具有 FIC/BIC 潜质。
- **KC1036：**公司自主研发的化学药品 1 类创新药，通过抑制 AXL、VEGFR2 等多靶点实现抗肿瘤活性，目前重点推进包括消化道肿瘤，胸腺癌和儿童尤文肉瘤等适应症，入组受试者数量超过 350 例。KC1036 Ⅱ期数据显示针对 ESCC 患者，单药 ORR 为 26.1%，DCR 达到 69.6%，mOS 为 7.1m（95%CI: 4.2，NA），优于现有临床结果。2025 年 9 月，KC1036 成为国内首批首个被 CDE 正式纳入《儿童抗肿瘤药物研发鼓励试点计划（星光计划）》的品种。
- **KC1086：**公司自主研发的具有全新结构的强效、高选择性 KAT6/7 双靶点抑制剂，KAT6 在乳腺癌、卵巢癌、宫颈癌、肺腺癌、结肠和直肠腺癌等多种肿瘤类型中异常高表达，辉瑞、百济神州、齐鲁制药、复宏汉霖等多家国内外药企均有所布局，显示了 KAT6 抑制剂在包括 ER+/HER2-乳腺癌在内多个肿瘤的治疗潜力。KC1086 同时靶向 KAT6 和 KAT7，能够协同增强抗肿瘤疗效的同时保持安全性优势，目前正在推进国内 I 期临床试验并获得 FDA 新药临床研究默许，成为全球首个进入临床阶段的 KAT6/7 小分子抑制剂。
- **盈利预测与投资建议。**我们看好公司主业的稳健增长，积极布局创新研发，KC1036 和 KC1086 等管线有望在临床和对外合作取得积极进展，预计 2026-2028 年公司将实现归母净利润 1.9/2.1/2.4 亿元，同比增长 12.4%/13.2%/12.5%，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：市场推广不及预期，研发失败，政策风险，竞争加剧风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	825	915	1018	1123	1231
同比增长	-10%	11%	11%	10%	10%
营业利润(百万元)	39	203	212	240	269
同比增长	-73%	419%	4%	13%	12%
归母净利润(百万元)	42	166	186	211	237
同比增长	-72%	293%	12%	13%	13%
每股收益(元)	0.27	1.04	1.17	1.33	1.49
PE	119.4	30.4	27.0	23.9	21.2
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（首次）

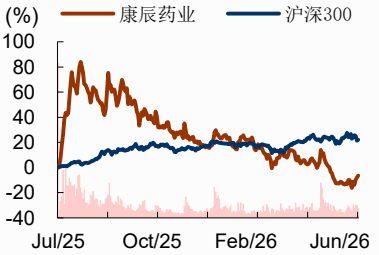
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：31.71 元

基础数据

总股本（百万股）	159
已上市流通股(百万股)	158
总市值（十亿元）	5.0
流通市值（十亿元）	5.0
每股净资产（MRQ）	20.3
ROE（TTM）	5.2
资产负债率	14.0%
主要股东	刘建华
主要股东持股比例	28.93%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-21	-1
相对表现	-1	-25	-23



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

梁广楷 S1090524010001
liangguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
欧阳京 S1090524070012
ouyangjing@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、启动营销转型，苏灵和密盖息稳健增长 3
二、研发聚焦未被满足需求，创新成果逐步落地 6
三、盈利预测与投资建议 9
四、风险提示 10

图表目录

图 1：公司营业收入及拆分（百万元） 3
图 2：公司归母净利润及增速（百万元） 3
图 3：2020-2025 年公司毛利率和净利率 3
图 4：2020-2025 年公司三费费率 3
图 5：公司 2026 年限制性股票激励计划业绩考核目标 4
图 6：2020-2025 年苏灵销售收入及销售量（百万元） 4
图 7：2020-2025 年苏灵毛利率 4
图 8：2020-2024 年样本医院蛇毒血凝酶药物市场结构（亿元） 5
图 9：2021-2025 年密盖息销售收入（百万元） 5
图 10：2025 年样本医院鲑降钙素制剂竞争格局 5
图 11：公司在研创新药管线 6
图 12：中国公立医疗机构妇科中成药销售额（万元） 7
图 13：2025 年 Q1-Q3 中国公立医疗机构妇科中成药 TOP20 品牌 7
图 14：2022 年全球肿瘤发病和死亡情况 8
图 15：2022 年中国主要癌症发病和死亡情况 8

表 1：晚期食管癌诊疗指南 8
表 2：中国 KAT6 抑制剂在研管线进展 9
表 3：公司主营业务收入拆分（百万元） 9
附：财务预测表 11

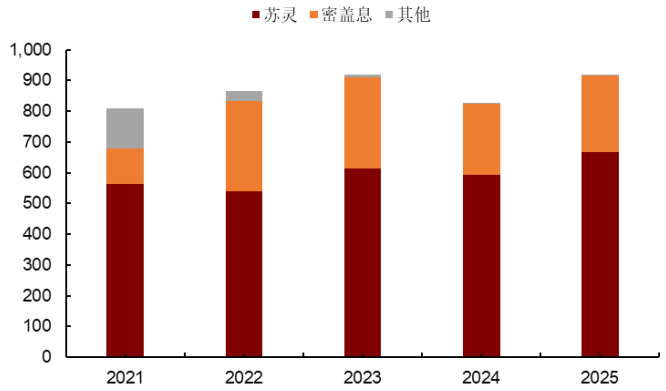
仅供内部参考，请勿外传

一、启动营销转型，苏灵和密盖息稳健增长

康辰是一家深耕于中国本土市场的创新药企业，公司从 2003 年成立起就开启创新药研发征程，2008 年就获批国家一类新药“尖吻蝮蛇血凝酶”并于 2009 年开始上市销售，2020 年公司引进诺华原研药品密盖息丰富公司在售产品矩阵，苏灵和密盖息两大产品成为公司核心营收来源，2025 年销售收入分别为 6.68 和 2.46 亿元，占比分别为 73.0%和 26.9%。

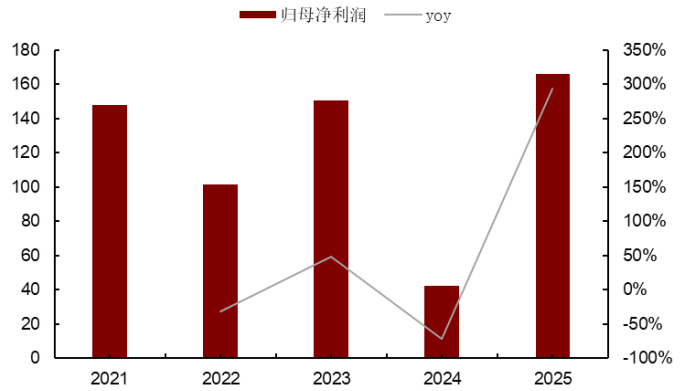
2024 年受密盖息集采等因素影响，公司业绩有所下滑，同年公司启动苏灵等核心产品的营销转型，更加强调基于数字化赋能的学术自营模式，精细化营销管理，不仅为苏灵等产品的未来进一步增长奠定基础，同时带动销售费用率下降，提升公司整体盈利水平。

图 1：公司营业收入及拆分（百万元）



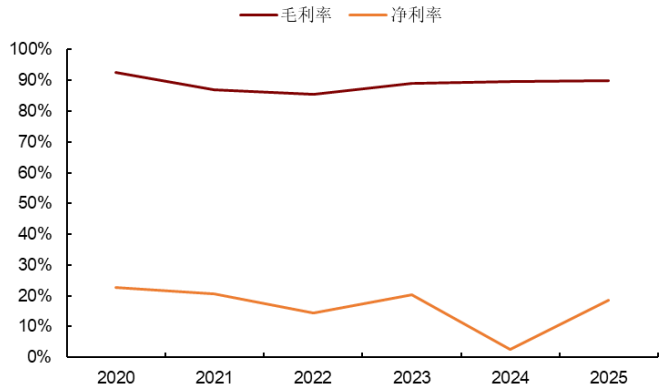
资料来源：Wind、招商证券

图 2：公司归母净利润及增速（百万元）



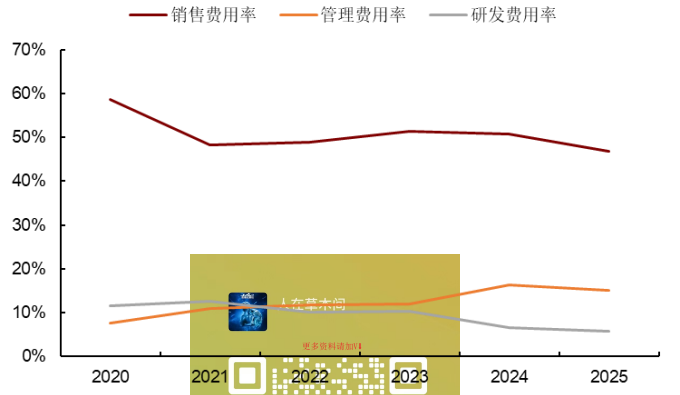
资料来源：Wind、招商证券

图 3：2020-2025 年公司毛利率和净利率



资料来源：Wind、招商证券

图 4：2020-2025 年公司三费费率



资料来源：Wind、招商证券

发布 2026 年限制性股票激励计划，有利于公司长期发展。7 月 4 日，公司发布 2026 年限制性股票激励计划，拟以 15.75 元/股向激励对象授予 245.50 万股限制性股票，占公司股本总额 1.54%，本次激励方案人数为 63 人，覆盖公司中高层以及核心技术和业务人员，并设定公司层面业绩考核目标，绑定公司和核心团队共同利益，有利于公司长期发展。

仅供内部参考，请勿外传

图 5：公司 2026 年限制性股票激励计划业绩考核目标

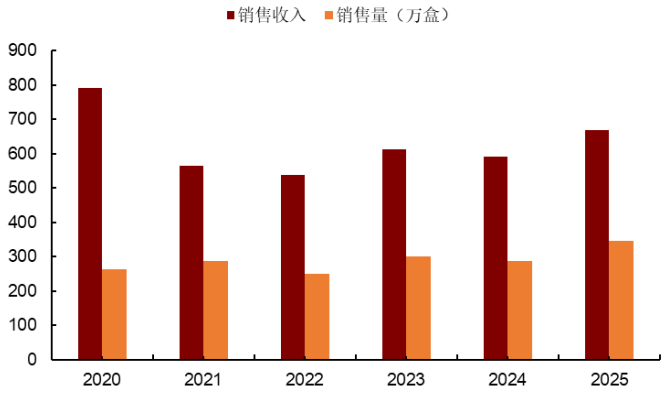
解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	公司 2026 年度需达到以下两个条件之一：①以 2025 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 10%；②以 2025 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 10%。
第二个解除限售期	公司 2027 年度需达到以下两个条件之一：①以 2025 年营业收入为基数，2027 年营业收入增长率不低于 20%；②以 2025 年净利润为基数，2027 年净利润增长率不低于 20%。

资料来源：公司公告，招商证券

- **苏灵：**公司自主研发的国家一类新药，“国家 863 计划”自主开发项目，用于围手术期出渗血的预防和治疗，包括外科、妇科和介入等手术操作科室。苏灵于 2009 年正式上市销售，是目前我国上市产品中唯一完成氨基酸测序的单一组分的蛇毒血凝酶类药物，2020 年正式进入医保目录，虽然价格有所下降但借助医保销售量实现同比增长，2022 年医保续约中取消“限出血性疾病治疗的二线用药，预防使用不予支付”的原支付范围限制，进一步拓宽临床适用范围，2024 年苏灵完成医保续约，维持了价格和医保支付范围的稳定。

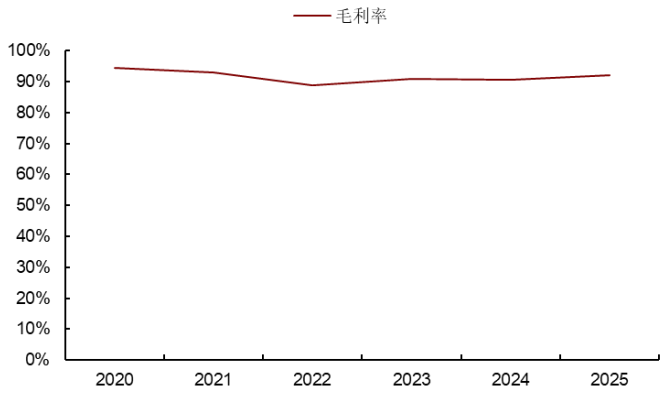
  相比于其他蛇毒血凝酶类药物，苏灵组分明确，具有“聚而不栓、重构平衡、高效止血、医保无限”的差异化优势。2024 年公司启动苏灵营销转型，由代理模式为主的联盟模式转为学术自营模式，2025 年在国内血凝酶市场市占率达 39.7%，位居国内第一。为了进一步延长苏灵生命周期，公司拓展至宠物止血市场，犬用注射用尖吻蝮蛇血凝酶正处于上市注册复核检验阶段。

图 6：2020-2025 年苏灵销售收入及销售量（百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

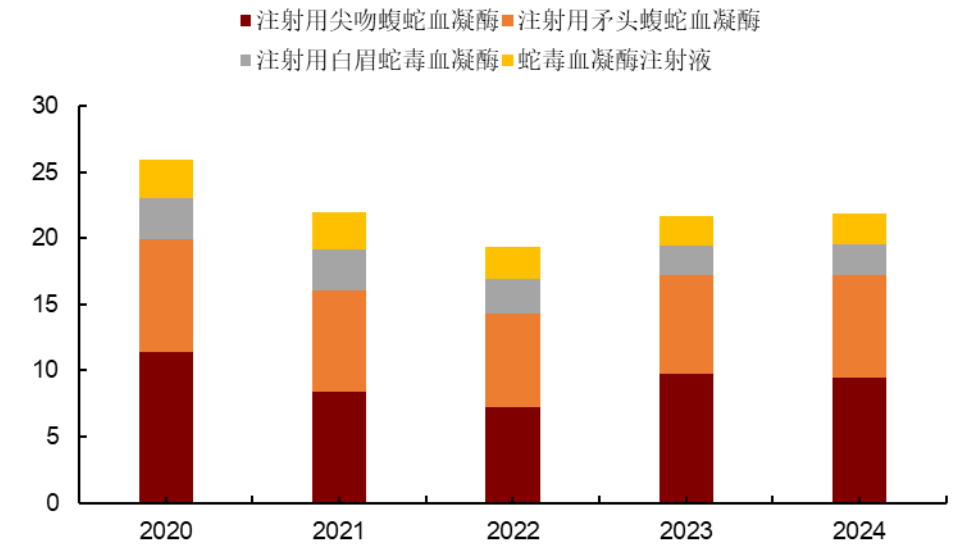
图 7：2020-2025 年苏灵毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

仅供内部参考，请勿外传

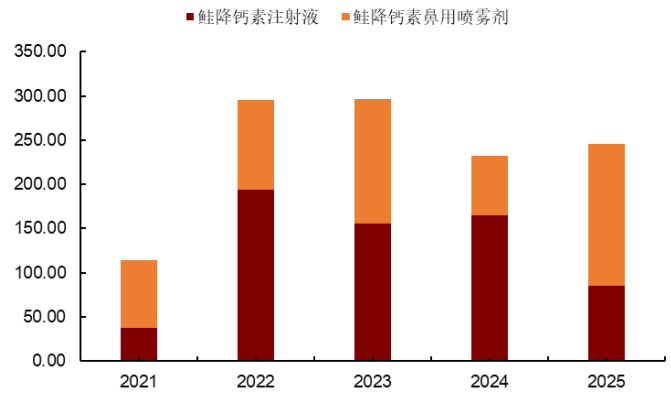
图 8：2020-2024 年样本医院蛇毒血凝酶药物市场结构（亿元）



资料来源：药融云，招商证券

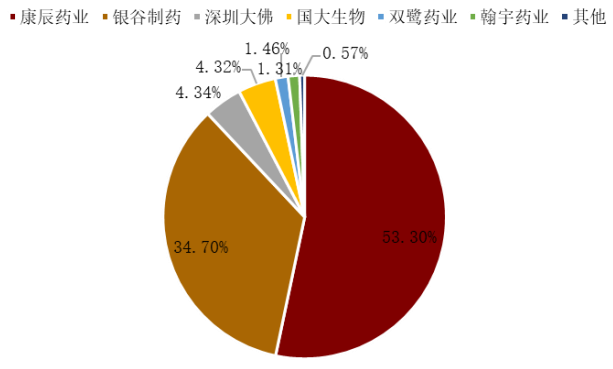
- 密盖息：公司 2020 年从泰凌国际引入的诺华原研鲑降钙素系列制剂，是目前 NMPA 批准的阻止急性和进行性骨丢失唯一药物，凭借稳定的双重镇痛效果和安全性被全球各大临床学会指南和共识推荐，临床使用历史近半个世纪，循证医学证据充足，品牌和疗效优势显著。密盖息系列拥有注射剂和鼻喷剂两种剂型，分别在德国和法国生产，是国内骨科治疗中的领导品牌。受部分区域集采影响，近几年密盖息收入有所波动，2024 年以来，公司持续推动密盖息的营销转型和学术推广，自营业务占比稳步提升，强化循证医学证据链，持续投入资源开展临床研究，重点聚焦“骨质疏松相关疼痛患者”、“急性骨丢失”等领域，2025 年公司更具优势的鼻喷雾剂占比提升至 65.3%。

图 9：2021-2025 年密盖息销售收入（百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 10：2025 年样本医院鲑降钙素制剂竞争格局



资料来源：药融云，招商证券

仅供内部参考，请勿外传

二、研发聚焦未被满足需求，创新成果逐步落地

公司自成立初就从事创新药品研发，重点布局临床需求未被满足的出凝血及围手术期、骨代谢、肿瘤和代谢等市场，同时积极探索其他治疗领域，公司研发主动避开竞争红海的靶点和药物，而选择具备差异化特点，以及速度优势的研发方向，提高成药和上市概率。目前核心管线包括 KC1036、ZY5301、KC1086、KC1101 和 KC5827 等，具有 FIC/BIC 潜质。

图 11：公司在研创新药管线

名称	分类	主要靶点	适应症	临床前研究 IND 临床 I 期 临床 II 期 临床 III 期 NDA
AH1001	曾药化药3类	/	用于犬外科手术创面渗血的止血	
ZY5301	中药1.2类	/	盆腔炎性疾病后遗症慢性盆腔痛	
KC1036	化药 1 类	AXL、VEGFR2等	晚期食管鳞癌	
			晚期胸腺肿瘤	
			联合PD-1抗体和含铂化疗一线治疗晚期食管鳞癌	
			联合PD-1抗体一线维持治疗晚期食管鳞癌	
			儿童晚期尤文肉瘤	
KC1086	化药 1 类	KAT6/7	晚期实体瘤	
KC1101	化药 1 类	TACC3	晚期实体瘤/血液瘤	
KC5827	化药 1 类	CB1R	减重	

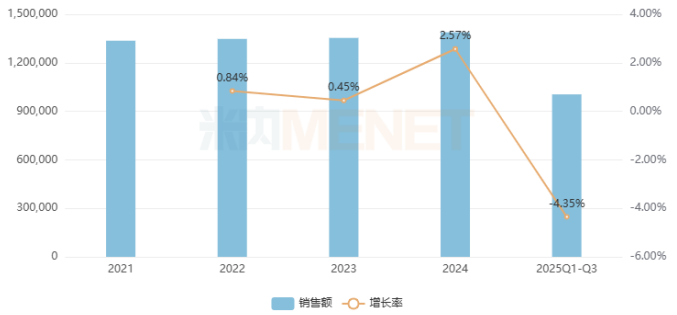
资料来源：公司公告，招商证券

- **金草片：**是 NMPA 批准的针对“盆腔炎性疾病后遗症慢性盆腔痛”的唯一中药 1.2 类新药，主要成分“总环烯醚萜苷”来自于从单一中药材筋骨草全草中提取的有效部位，物质基础明确、作用机制清晰，III 期临床试验证实 ZY5301 在 12 周治疗周期内 VAS 评分的疼痛消失率达到主要研究终点，在盆腔炎疾病后期局部的无菌性炎症及长期慢性疼痛市场具备竞争力，2026 年 4 月，金草片上市注册申请获得国家药监局受理。

  根据米内网数据，近几年中国公立医疗机构终端妇科中成药销售规模稳定在 130 亿元左右，在 TOP20 品牌中，妇科炎症用药产品占比近半，其次为妇科调经药，有 4 种，妇科安胎药和乳腺增生药分别有 1 种。金草片精准定位“盆腔炎性疾病后遗症慢性盆腔痛”适应症，具备差异化竞争优势。

仅供内部参考，请勿外传

图 12：中国公立医疗机构妇科中成药销售额（万元）



资料来源：米内网，招商证券

图 13：2025 年 Q1-Q3 中国公立医疗机构妇科中成药 TOP20 品牌

TOP	产品名称	企业名称	销售额增长率	排名升降	亚类
1	滋肾育胎丸	白云山中一药业	4.08%	↑1	妇科安胎药
2	妇科千金胶囊	株洲千金药业	24.05%	↑1	妇科炎症用药
3	保妇康栓	海南碧凯药业	*	↓2	妇科炎症用药
4	坤泰胶囊	贵阳新天药业	*	-	妇女更年期用药
5	川百止痒洗剂	北京贞玉民生药业	9.12%	-	妇科炎症用药
6	桂枝茯苓胶囊	江苏康缘药业	*	↑1	妇科其它用药
7	妇乐片	陕西东泰制药	*	↑1	妇科炎症用药
8	红金消结胶囊	云南佑生药业	2.97%	↑2	乳腺增生药
9	定坤丹	山西广誉远国药	24.9%	↑6	妇科调经药
10	康妇凝胶	贵州健兴药业	10.43%	↑4	妇科炎症用药
11	益母草注射液	成都第一制药	*	↓5	妇科调经药
12	葆宫止血颗粒	天津中盛海天制药	*	-	妇科其它用药
13	红花逍遥片	江西普正制药	*	-	妇科调经药
14	红核妇洁洗液	山东步长神州制药	*	↓3	妇科炎症用药
15	康妇炎胶囊	山东步长神州制药	*	↓6	妇科炎症用药
16	苦参凝胶	贵阳新天药业	5.95%	-	妇科炎症用药
17	补血益母丸	株洲千金药业	12.34%	↑1	妇科其它用药
18	鲜益母草胶囊	浙江大德药业集团	0.01%	↑1	妇科调经药
19	妇炎消胶囊	贵州益佰女子大药厂	*	↓2	妇科炎症用药
20	宫炎平片	广东罗浮山国药	12.23%	-	妇科炎症用药

资料来源：米内网，招商证券

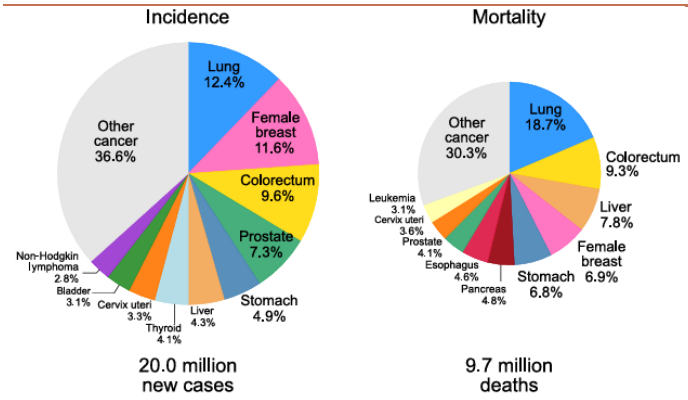
- **KC1036：**公司自主研发的化学药品 1 类创新药，公司拥有该产品的全球知识产权。KC1036 通过抑制 AXL、VEGFR2 等多靶点实现抗肿瘤活性，针对消化道肿瘤，胸腺癌和儿童尤文肉瘤等多个适应症开展临床研究，入组受试者数量超过 350 例。

  KC1036 Ⅱ期数据显示针对 ESCC 患者，单药 ORR 为 26.1%，DCR 达到 69.6%，mOS 为 7.1m（95%CI：4.2，NA），优于现有临床结果。在Ⅲ期临床研究方面，公司陆续开展 KC1036 针对三线治疗晚期食管鳞癌Ⅲ期临床研究，以及治疗晚期胸腺癌适应症关键性Ⅲ期临床试验。并探索与 PD(L)1、化疗等治疗方式联合给药，包括联合 PD-1 抗体和含铂化疗一线治疗晚期复发或转移性食管鳞癌的临床研究，联合 PD-1 抗体一线维持治疗局部晚期或转移性食管鳞癌的临床研究，以及联合 PD-1/PD-L1 抗体治疗复发或转移性晚期实体肿瘤的临床研究。2025 年 9 月，KC1036 成为国内首批首个被 CDE 正式纳入《儿童抗肿瘤药物研发鼓励试点计划（星光计划）》的品种。

  食管癌是“中国特色”高发恶性肿瘤，靶向治疗可选择性仍少。根据 GLOBOCAN2022 统计数据，2022 年全球食管癌新发病例人数为 51 万例，死亡人数为 44.5 例，是全球第 7 位癌症死亡原因，食管癌发病率和死亡率具有显著的地域差异，以中国为主的亚洲是主要发病地区，2022 年中国食管癌新发病例和死亡人数分别为 22.4 万和 18.8 万人，占比接近 50%，其中食管鳞癌（ESCC）是最常见的组织学类型，约占所有病例 90%。由于大多数患者就诊时已处于中晚期阶段，导致预后较差，目前中国食管癌患者 5 年生存率约为 30%，低于国家癌症中心统计的 2019-2021 年全国癌症 5 年平均生存率 43.7%。

仅供内部参考，请勿外传

图 14：2022 年全球肿瘤发病和死亡情况



资料来源：GLOBOCAN2022，招商证券

图 15：2022 年中国主要癌症发病和死亡情况

癌症类型	新发病例数（例）	发病率（/10 万）	死亡人数（例）	死亡率（/10 万）	发病-死亡比例
所有癌症	4 824 700	341.75	2 574 200	182.34	1.87：1
肺癌	1 060 600	75.13	733 300	51.94	1.45：1
结直肠癌	517 100	36.63	240 000	17.00	2.15：1
甲状腺癌	466 100	33.02	11 600	0.82	40.18：1
肝癌	367 700	26.04	316 500	22.42	1.16：1
胃癌	358 700	25.41	260 400	18.44	1.38：1
乳腺癌（女性）	357 200	51.71	75 000	10.86	4.76：1
食管癌	224 000	15.87	187 500	13.28	1.19：1
胰腺癌	118 700	8.41	106 300	7.53	1.12：1
白血病	81 900	5.80	50 100	3.55	1.63：1

资料来源：国家癌症中心，招商证券

晚期 ESCC 治疗目前仍然以放化疗、免疫治疗为主，尤其是免疫检查点抑制剂+化疗成为晚期 ESCC 标准 1L 治疗方式，但仍然存在获益有限以及耐药等问题。新型治疗药物如 ADC、双抗、新 ICIs 以及新靶向疗法成为晚期 ESCC 药物研发的热点，尤其是靶向治疗在 ESCC 的探索是重要方向，由于 ESCC 缺乏明确有效的分子靶点，目前全球范围内上市的 ESCC 特异性靶向药物仍然十分有限，ESCC 生物学复杂且异质性高，靶向 EGFR/VEGF、P13K/AKT/mTOR 等多靶点的药物成为热门研发方向。

表 1：晚期食管癌诊疗指南

转移性/复发食管癌	治疗原则
1L	按 HER-2 状态、PD-L1 表达及病理类型分层：HER-2 阳性腺癌首选帕博利珠单抗+曲妥珠单抗+化疗；HER-2 阴性腺癌/鳞癌，PD-L1 表达达标者首选免疫+化疗，未达标/无法检测者按对应免疫联合方案或单纯化疗治疗；PS≥3 分者以最佳支持治疗为主。
≥2L	腺癌可选用伊立替康+氟尿嘧啶，HER-2 阳性腺癌可使用德曲妥珠单抗；鳞癌推荐卡瑞利珠单抗等免疫药物，亦可联合安罗替尼等抗血管药物，有出血风险者除外。
局部区域复发	腺癌可选用伊立替康+氟尿嘧啶，HER-2 阳性腺癌可使用德曲妥珠单抗；鳞癌推荐卡瑞利珠单抗等免疫药物，亦可联合安罗替尼等抗血管药物，有出血风险者除外

资料来源：《CSCO 食管癌诊疗指南 2024》，丁香园，招商证券

- **KC1086：**公司自主研发的具有全新结构的强效、高选择性 KAT6/7 双靶点抑制剂，拟用于晚期复发或者转移性实体瘤治疗。KAT6 在乳腺癌、卵巢癌、宫颈癌、肺腺癌、结肠和直肠腺癌等多种肿瘤类型中异常高表达，抑制 KAT6 可以有效抑制肿瘤细胞或者肿瘤生长，对于逆转肿瘤耐药和肿瘤治疗等方面具有临床价值，并且 KAT7 和 KAT6 双靶点具备协同效应，能够增强抗肿瘤疗效并保持安全性优势。

  辉瑞 PF-07248144 是全球进展最快的 KAT6 抑制剂，已经进入Ⅲ期临床，Ⅰ期数据显示 PF-07248144 联合氟维司群治疗 CDK4/6 和 ER 抑制剂耐药人群的 ORR 为 37.2%，mPFS 为 10.7 月，并且 AE 可控；此外还有包括百济神州、齐鲁制药、复宏汉霖等多家国内外药企布局 KAT6 靶点，显示了 KAT6 抑制剂在包括 ER+/HER2-乳腺癌在内多个肿瘤的治疗潜力。公司 KC1086 同时靶向 KAT6 和 KAT7，能够协同增强抗肿瘤疗效的同时保持安全性优势，目前正在推进国内Ⅰ期临床试验并获得 FDA 新药临床研究默许，

仅供内部参考，请勿外传

成为全球首个进入临床阶段的 KAT6/7 小分子抑制剂；此外公司积极探索 KC1086 与哌柏西利（CDK4/6 抑制剂）、氟维司群（雌激素受体降解剂）联用进一步展现更加优异的体内药效。

表 2：中国 KAT6 抑制剂在研管线进展

通用名	公司名称	靶点	适应症	临床阶段
HLX97	复宏汉霖	KAT6	实体瘤;乳腺癌	Ⅰ期
BG-75202	百济神州	KAT6	实体瘤;髓系恶性肿瘤;乳腺癌	Ⅰ期
QLS1304	齐鲁制药	KAT6	HR 阳性乳腺癌;实体瘤;乳腺癌	Ⅰ/Ⅱ期
PF-07248144	辉瑞	KAT6	HR 阳性乳腺癌;实体瘤;非小细胞肺癌;去势抵抗前列	Ⅲ期
KC1086	康辰药业	KAT6/KAT7	实体瘤	Ⅰ期
HRS-2189	恒瑞医药	KAT6	癌症;实体瘤;前列腺癌;乳腺癌	Ⅰ/Ⅱ期

资料来源：医药魔方，招商证券

三、盈利预测与投资建议

我们看好公司主业的稳健增长，积极布局创新研发，KC1036 和 KC1086 等管线有望在临床和对外合作取得积极进展。

1）苏灵：作为唯一完成氨基酸测序的单一组分的蛇毒血凝酶类药物具备差异化优势，有望取得稳健增长，预计 2026-2028 年收入为 7.6/8.5/9.2 亿元；

2）密盖息：作为原研进口药品，品牌和疗效优势显著，预计 2026-2028 年收入为 2.6/2.7/2.9 亿元。

表 3：公司主营业务收入拆分（百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	825	915	1018	1123	1231
yoy		10.9%	11.2%	10.3%	9.6%
其中：苏灵	592	668	756	847	923
yoy		12.9%	13.2%	12.0%	9.0%
密盖息	233	246	261	274	287
yoy		5.7%	6.0%	5.0%	5.0%

资料来源：Wind，招商证券

综上，我们预计 2026-2028 年公司将实现营业收入 10.2/11.2/12.3 亿元，同比增长 11.2%/10.3%/9.6%；归母净利润 1.9/2.1/2.4 亿元，同比增长 12.4%/13.2%/12.5%，对应 PE 为 27/24/21 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

仅供内部参考，请勿外传

四、风险提示

政策风险：医药行业受到多项政策法规监管，政策变动会对公司经营产生影响；

推广风险：公司多个产品处于市场推广阶段，可能出现推广不及预期风险；

研发风险：创新药研发具有长周期高投入特点，可能出现研发失败或者进度不及预期风险；

竞争加剧风险：医药行业参与者多，竞争加剧会对公司业绩产生不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1087	1396	1555	1769	2013
现金	190	333	450	560	700
交易性投资	451	500	550	600	650
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	251	272	305	337	369
其它应收款	34	76	61	67	74
存货	72	54	56	59	61
其他	89	160	133	146	159
非流动资产	2833	2699	2690	2758	2905
长期股权投资	49	47	46	48	50
固定资产	199	313	413	502	580
无形资产商誉	1077	1141	1027	924	832
其他	1508	1198	1203	1283	1443
资产总计	**3920**	**4095**	**4245**	**4526**	**4918**
流动负债	353	459	475	596	810
短期借款	141	253	320	417	604
应付账款	74	31	34	36	37
预收账款	6	56	10	11	11
其他	132	119	110	133	157
长期负债	141	139	139	139	139
长期借款	50	54	54	54	54
其他	91	85	85	85	85
负债合计	**494**	**599**	**614**	**736**	**949**
股本	159	159	159	159	159
资本公积金	909	916	916	916	916
留存收益	2076	2136	2267	2422	2596
少数股东权益	282	285	289	293	298
归属于母公司所有者权益	3144	3211	3342	3497	3671
负债及权益合计	**3920**	**4095**	**4245**	**4526**	**4918**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	172	116	282	315	340
净利润	22	169	190	215	242
折旧摊销	32	34	151	151	151
财务费用	9	7	3	3	4
投资收益	(18)	(18)	(28)	(26)	(29)
营运资金变动	122	(85)	(35)	(28)	(29)
其它	6	8	0	0	0
投资活动现金流	(198)	44	(162)	(243)	(320)
资本支出	(104)	(53)	(137)	(137)	(137)
其他投资	(94)	98	(26)	(106)	(183)
筹资活动现金流	(8)	(17)	(2)	38	120
借款变动	(25)	80	57	97	187
普通股增加	(1)	(0)	0	0	0
资本公积增加	32	7	0	0	0
股利分配	(48)	(96)	(56)	(56)	(63)
其他	33	(9)	(3)	(3)	(4)
现金净增加额	(34)	143	117	110	140

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	825	915	1018	1123	1231
营业成本	86	92	102	107	111
营业税金及附加	7	11	10	11	12
营业费用	418	429	471	509	548
管理费用	135	139	153	164	178
研发费用	55	52	84	103	123
财务费用	(5)	2	3	3	4
资产减值损失	(112)	(15)	(10)	(12)	(14)
公允价值变动收益	(0)	4	3	5	7
其他收益	4	6	5	5	5
投资收益	18	18	20	16	17
营业利润	39	203	212	240	269
营业外收入	0	0	1	2	3
营业外支出	0	14	0	0	0
利润总额	39	190	213	242	272
所得税	17	20	23	27	30
少数股东损益	(21)	3	4	4	5
归属于母公司净利润	42	166	186	211	237

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-10%	11%	11%	10%	10%
营业利润	-73%	419%	4%	13%	12%
归母净利润	-72%	293%	12%	13%	13%
获利能力					
毛利率	89.6%	89.9%	90.0%	90.5%	91.0%
净利率	5.1%	18.1%	18.3%	18.8%	19.3%
ROE	1.4%	5.2%	5.7%	6.2%	6.6%
ROIC	0.2%	4.9%	4.9%	5.2%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	12.6%	14.6%	14.5%	16.3%	19.3%
净负债比率	5.1%	7.7%	8.8%	10.4%	13.4%
流动比率	3.1	3.0	3.3	3.0	2.5
速动比率	2.9	2.9	3.2	2.9	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
存货周转率	1.4	1.5	1.8	1.9	1.9
应收账款周转率	3.2	3.5	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	1.1	1.8	3.1	3.0	3.0
每股资料(元)					
EPS	0.27	1.04	1.17	1.33	1.49
每股经营净现金	1.08	0.73	1.77	1.98	2.14
每股净资产	19.77	20.20	21.02	21.99	23.09
每股股利	0.60	0.35	0.35	0.40	0.45
估值比率					
PE	119.4	30.4	27.0	23.9	21.2
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	99.0	24.0	15.0	13.9	12.9

资料来源：公司数据、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。