

康恩贝 (600572)

国资入主，聚焦主业，着力打造浙江省中医药健康产业主平台

买入 (首次)

2024 年 08 月 11 日

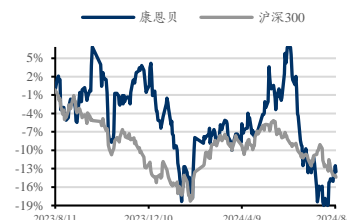
证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6000	6733	7219	8059	8986
同比 (%)	(8.64)	12.21	7.21	11.64	11.51
归母净利润 (百万元)	358.12	591.57	707.64	808.02	919.09
同比 (%)	(82.25)	65.19	19.62	14.19	13.75
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.14	0.23	0.28	0.31	0.36
P/E (现价&最新摊薄)	31.58	19.12	15.98	13.99	12.30

股价走势



投资要点

- 纳入国资体系，混改方案落地，聚焦主业，轻装上阵：**2020 年 7 月公司正式纳入省国贸体系后，积极探索推进国有民营混合所有制改革。2021、2022 年公司先后完成兰信小贷公司、珍视明、迪耳药业等少数股权的转让处置，“瘦身强体”效果明显，历年来不利因素基本消化完毕。2023 年，公司实现营收 67.33 亿元 (+12.21%，同比增长 12.21%，下同)，归母净利润 5.92 亿元 (+65.19%)，扣非归母净利润 5.54 亿元 (+14.6%)。
- 扎实推进“大品牌大品种”工程，核心产品稳定放量，多品牌集群带来稳健增长动力。**2023 年公司有 17 个品种系列年销售收入过亿元，过亿品种数量较 2022 年增加 2 个。“康恩贝”肠炎宁系列 2023 年销售收入近 13 亿元，其中颗粒剂增速亮眼，公司持续加大医学线投入，随着肠炎宁颗粒在院端市场的开拓以及肠炎宁的二次开发，肠炎宁品类有望向着 15 亿元目标持续迈进。前列康品牌已成为前列腺用药品类的优势品种，“金笛”复方鱼腥草合剂销售收入 2022 年重回增长赛道。中药处方药板块，2023 年，“至心研”麝香通心滴丸加快等级医院的开发和潜力医院上量，“天保宁”银杏叶系列市场份额稳定，“金前列康”黄菟胶囊等梯队产品增长良好。此外，中药饮片及中药保健品增速亮眼。2023 年，全品类中药的收入占总营收比为 54.49%，未来有望进一步提升。
- 特色化学药、特色健康消费品齐头并进，研发增强发展新动能：**处方药产品医学价值不断增强，在新版基药目录调整的预期下，“至心研”麝香通心滴丸等处方药品种有望带来业绩弹性，此外，“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片收入稳步增长，“金艾康”汉防己甲素解除医保限制后具有销量弹性。健康消费品因疫后康复需求，收入稳定增长。新产品储备层面，创新中药黄蜀葵花口腔贴片通过谈判被纳入 2023 年国家医保目录，省内首个中药改良型新药“清喉咽含片”注册申请获受理，利培酮口服溶液药品注册批件获批，同时公司加大对老产品的二次开发，为中长期增长注入动力。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润为 7.08/8.08/9.19 亿元，对应当前市值的 PE 为 16/14/12X。公司持续夯实核心产品的市场份额，拓展产品管线，未来有望内生增长与外延整合齐发力。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**医药行业政策风险；市场竞争加剧风险；成本上涨风险等。

市场数据

收盘价(元)	4.40
一年最低/最高价	4.07/5.75
市净率(倍)	1.58
流通 A 股市值(百万元)	11,278.50
总市值(百万元)	11,308.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.78
资产负债率(% ,LF)	33.98
总股本(百万股)	2,570.04
流通 A 股(百万股)	2,563.30

相关研究

内容目录

1. 国资入主，聚焦主业，着力打造“浙江省中医药健康产业主平台”	4
1.1. 纳入国资体系，聚焦中药大健康	5
1.2. 积极推动混改方案落地，股权激励绑定核心人才	7
1.3. 消化多重不利因素，业绩触底回升	8
2. 持续打造大品牌大品种，多品牌集群下全品类中药齐发力	9
2.1. 中药 OTC 板块：强产品力及品牌力下，核心产品稳健放量	11
2.1.1. 康恩贝牌肠炎宁系列产品紧抓市场加大营销推广，收入增长亮眼	11
2.1.2. 前列康品牌经过多年沉淀，成为前列腺用药品类的优势品种	13
2.1.3. “金笛”复方鱼腥草合剂实现恢复性增长，位居市场前列	15
2.2. 中药处方药：老龄化趋势下，心脑血管、泌尿系统等慢病用药市场空间广阔	15
2.2.1. “至心研”麝香通心滴丸：纳入多部专家共识和指南，疗效出色确切	15
2.2.2. “天保宁”银杏叶系列市场份额稳定，“金前列康”黄莢胶囊等梯队产品增长良好	17
2.3. 中药饮片及中药保健品增速亮眼	18
3. 以“特色化学药及健康消费品业务”为两翼，研发增强发展新动能	18
3.1. 特色化学药市场拓展稳中有进，产品具有销量弹性	18
3.1.1. “金康速力”牌乙酰半胱氨酸收入稳步增长，在呼吸道用药领域树立良好口碑	18
3.1.2. “金艾康”汉防己甲素：同品市场份额第一，解除医保限制后具有销量弹性	19
3.2. 健康消费品：依托后疫情时代康复需求，持续探索数字化营销	20
4. 盈利预测与投资评级	20
4.1. 核心假设	20
4.2. 估值与评级	22
5. 风险提示	22

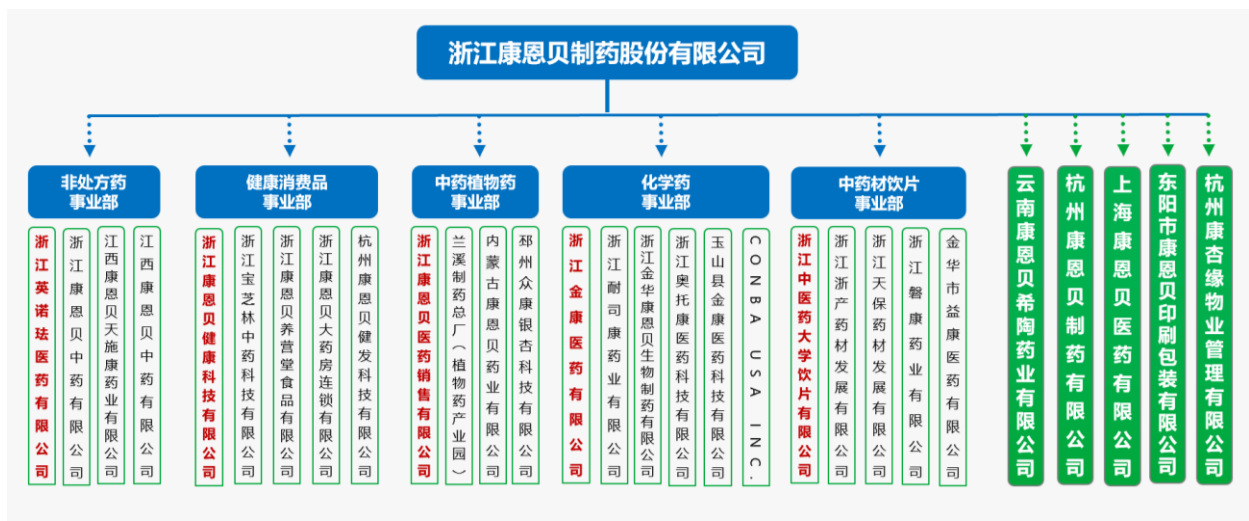
图表目录

图 1:	康恩贝组织架构.....	4
图 2:	国资入主着力打造“浙江省中医药健康产业主平台”.....	5
图 3:	康恩贝股权结构图（截止 2024 年 7 月 30 日）.....	6
图 4:	浙江康恩贝中药有限公司净利润情况（亿元）.....	7
图 5:	公司资产减值损失、商誉及无形资产.....	8
图 6:	公司营业收入及增速.....	9
图 7:	公司归母净利润和扣非净利润.....	9
图 8:	2023 年销售过亿品牌或产品系列.....	10
图 9:	公司 2023 年主营业务各业务收入及增速.....	11
图 10:	公司全品类中药业务核心产品.....	11
图 11:	胃肠道疾病用药零售市场销售额（亿元）.....	11
图 12:	胃肠道疾病用药等级医院销售额（亿元）.....	11
图 13:	肠炎宁销售收入及同比增速.....	13
图 14:	近年中国零售终端与等级医院前列腺疾病用药销售额（合计）.....	14
图 15:	前列康普安片纳入部分指南共识和专业教材.....	14
图 16:	2023 年零售终端前列腺疾病用药市场格局.....	14
图 17:	“金笛”复方鱼腥草合剂销售收入及同比.....	15
图 18:	等级医院心血管系统用药市场规模（亿元）.....	16
图 19:	麝香通心滴丸样本医院及药店销售收入（亿元）.....	16
图 20:	“天保宁”系列销售额（百万元）及增速.....	17
图 21:	“天保宁”银杏叶片占银杏叶片总市场的份额.....	17
图 22:	“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片销售收入及同比.....	18
图 23:	公司健康消费品相关产品.....	20
图 24:	健康消费品销售收入及同比增速.....	20
表 1:	康恩贝 2022 年限制性股票激励计划考核目标及条件.....	7
表 2:	2023 年胃肠道疾病用药零售终端中成药畅销品牌.....	12
表 3:	“至心研”麝香通心滴丸部分录入心血管病专家共识和指南.....	16
表 4:	汉防己甲素录入心血管病专家共识和指南.....	19
表 5:	公司收入拆分及盈利预测（百万元）.....	21
表 6:	可比公司估值（收盘日期为 2024 年 8 月 9 日）.....	22

1. 国资入主，聚焦主业，着力打造“浙江省中医药健康产业主平台”

浙江康恩贝制药股份有限公司（简称：康恩贝、公司）是浙江省内规模最大的中药企业，经过逾五十年的发展，现已成长为一家集药物研发、生产、销售于一体的大型医药集团，多年来位居全国制药百强和中药工业十强。康恩贝专注医药健康主业，已经形成以全品类中药产品为核心、以特色化学药和特色健康消费品为重要支撑的产品结构。公司在浙江、江西、云南、内蒙古、湖北、上海、贵州等多个省市建有种植、研发、生产、营销基地，全产业链覆盖消化系统、呼吸系统、心脑血管、泌尿系统等治疗领域，形成了较为完善的品类布局。2023年“康恩贝”牌肠炎宁系列、“金笛”牌复方鱼腥草合剂、“至心研”牌麝香通心滴丸、“天保宁”牌银杏叶制剂、“前列康”牌普乐安片/胶囊等17个品种系列年销售收入超1亿，康恩贝已迈进医药行业品牌经营第一方阵之列。

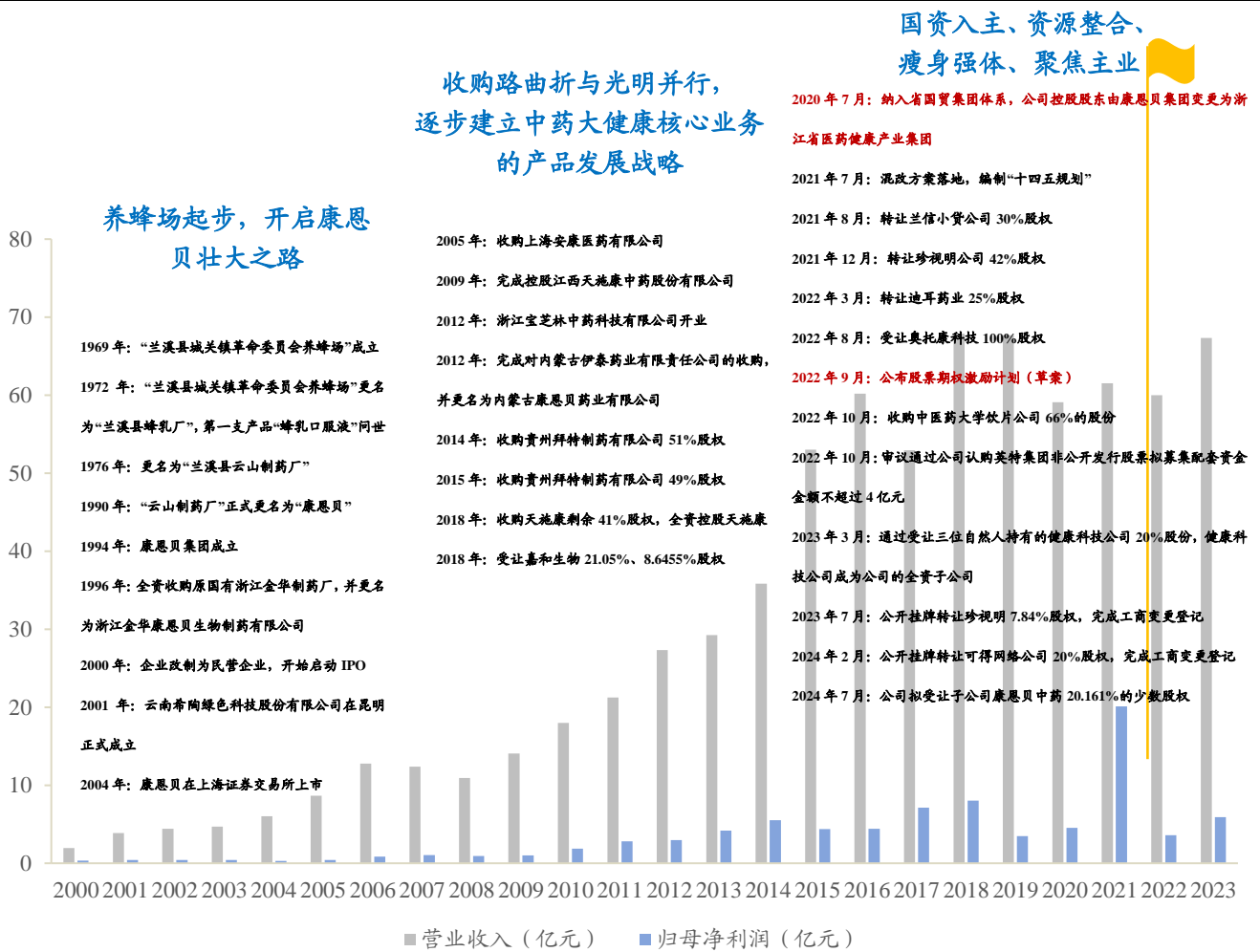
图1：康恩贝组织架构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

康恩贝始创于1969年，前身为兰溪市云山制药厂，1990年正式更名为“康恩贝”，2004年4月于上海证券交易所上市，上市后，康恩贝通过多元化收购逐步建立中药大健康核心业务的产品发展格局。2020年7月公司正式纳入省国贸集团管理体系，由民营控股转为国资控股，开启混合所有制企业时代，着力于资源整合、瘦身强体、聚焦主业。2021年7月公司实施混改方案，多措并举，着力打造浙江中医药健康产业主平台。

图2: 国资入主着力打造“浙江省中医药健康产业主平台”

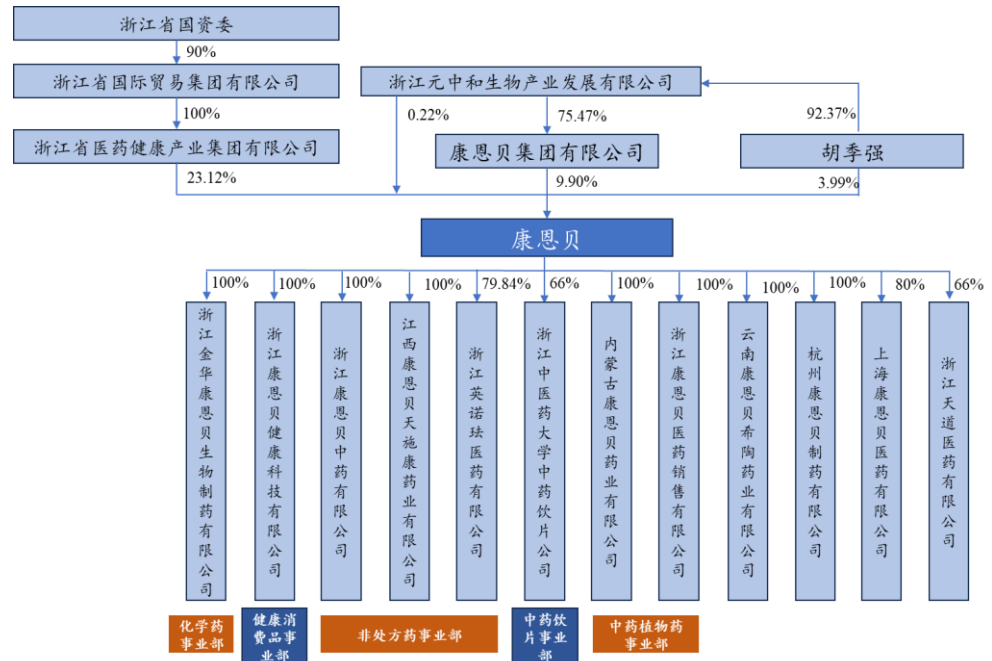


数据来源：wind，公司官网，东吴证券研究所

1.1. 纳入国资体系，聚焦中药大健康

国资入主，以打造“浙江省中医药健康产业主平台”为战略目标。2020年7月康恩贝正式纳入省国贸集团管理体系，公司由民营控股企业转变成国有实际控制、国资民营股东共同参与治理的混合所有制新型市场主体，公司控股股东由康恩贝集团变更为浙江省医药健康产业集团。截止2024年Q1，公司前三大股东分别为浙江省医药健康产业集团（简称：浙药集团，实控人为浙江省国资委）、康恩贝集团有限公司（实控人为胡季强）、胡季强先生，直接持股比例分别为22.85%、9.90%、3.99%。其中，康恩贝集团有限公司、胡季强先生、浙江元中和生物产业发展有限公司为一致行动人，合计持有康恩贝14.11%股份。2024年7月30日，浙药集团实施完成对公司的增持计划，增持完毕后，其持有公司的股份比例为23.12%。

图3: 康恩贝股权结构图 (截止 2024 年 7 月 30 日)



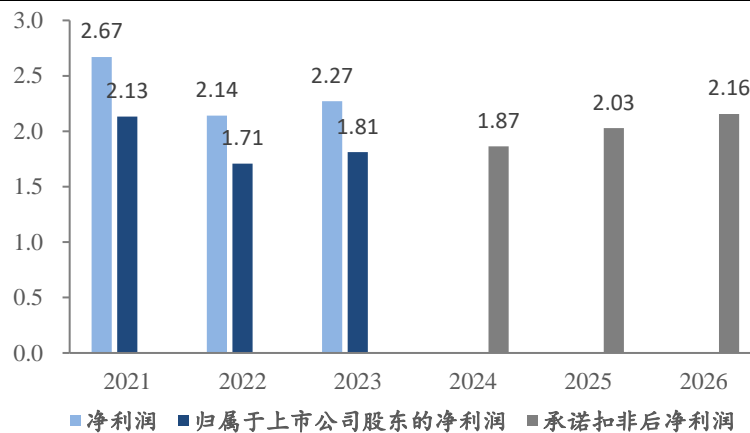
数据来源: wind, 东吴证券研究所

资源整合, 消除同业竞争。2022 年 8 月, 公司受让控股股东下属控股子公司持有的浙江奥托康医药科技有限公司 100% 股权, 以解决化学原料药和化学药制剂业务方面可能存在的同业竞争, 同时将有效的资产收购整合进公司; 2022 年 10 月, 康恩贝受让中医药大学饮片公司 66% 股权以进一步集聚中药饮片产业优质资源, 发挥产业协同效应, 解决中药饮片业务同业竞争问题。

强化协同, 夯实健康产业板块优势。2022 年 3 月, 康恩贝通过受让三位自然人持有的健康科技公司 20% 股份, 健康科技公司成为公司的全资子公司, 巩固公司以中药大健康产业为核心业务的竞争优势和能力。2023 年 3 月, 完成出资不超过 4 亿元认购英特集团 9.67% 股权, 成为其重要股东, 共同打造浙江省中医药健康产业主平台。

理顺事业部下属公司股权关系, 推进非处方药事业部一体化运作。2024 年 7 月 23 日, 公司公告受让浙江康恩贝中药有限公司合计 20.161% 的股权, 本次交易已完成, 康恩贝中药成为康恩贝全资子公司, 公司全资拥有非处方药事业部下的 4 家子公司股权, 有利于统筹加快推进非处方药事业部一体化运作和资源整合, 更好地应对医药行业变化与市场竞争。同时, 有利于公司结合中长期激励机制建设进行整体设计, 为事业部管理团队配套更多的激励措施激发团队活力, 进一步提升业绩的可持续性和团队的稳定性。业绩层面, 公司持有康恩贝中药的股权比例从 79.839% 提升至 100%, 将增厚归属于上市公司股东净利润。

图4：浙江康恩贝中药有限公司净利润情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 积极推动混改方案落地，股权激励绑定核心人才

公司通过深入推进混改，完善治理体系，提升竞争能力，进一步激发组织活力和创新动能。在组织架构方面，公司以做强做专总部、做实做大事业部为原则，一方面积极调整总部组织架构设置，强化总部管理，另一方面形成了以事业部为业务主体的运营模式，推进管理下沉。在制度体系方面，公司围绕强化董事会科学决策能力，完善重大决策制度体系，形成一套以公司章程为根本，以“三重一大”制度、分级授权指引为基础的的制度体系，企业治理效能进一步提升。2022年3月，公司被纳入国务院国有企业“科改示范企业”；同年5月，公司混改案例被国务院国资委纳入国企改革三年行动经验交流案例，体现了公司在持续加强内控管理、提升经营质量方面的成绩。

公布股权激励计划，吸引、留住优秀人才，激发企业员工活力。2022年9月公司正式发布股票期权激励计划，首次向包含一线骨干员工在内的537名激励对象授予6247.5万份股票期权，首次授予行权价格为4.13元/股（实施公司2022、2023年度权益分派方案后调整为3.78元/股）。2023年11月，公司完成股票期权预留部分的授予，向103名激励对象授予预留的752.5万份股票期权，预留授予行权价格为5.27元/股（实施公司2023年度权益分派方案后调整为5.07元/股）。从激励考核指标看，公司对扣非净利润增长率、扣非后加权净资产收益率、研发投入占工业营收比重、净利润现金含量四个指标提出明确要求，旨在推动公司高质量发展。

表1：康恩贝2022年限制性股票激励计划考核目标及条件

行权期	考核年度	扣非净利润增长率（以2021年为基数）	扣非后加权平均净资产收益率（以2021年为基准）	研发投入总额占当期工业营业收入	净利润现金含量	对标企业

首次授予的股票期权第一个行权期	2022年	不低于200%，且不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值	不低于6.5%，且不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值	不低于4.5%	不低于105%	华润三九、以岭药业、济川药业、康缘药业、
首次授予的股票期权第二个行权期	2023年	不低于240%，且不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值	不低于7%，且不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值	不低于5%	不低于105%	中恒集团、江中药业、太龙药业、精华制药、步长制药、天士力、九芝堂、益佰制药、贵州百灵、亚宝药业、方盛制药
首次授予的股票期权第三个行权期	2024年	不低于280%，且不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值	不低于7.5%，且不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值	不低于5.5%	不低于105%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

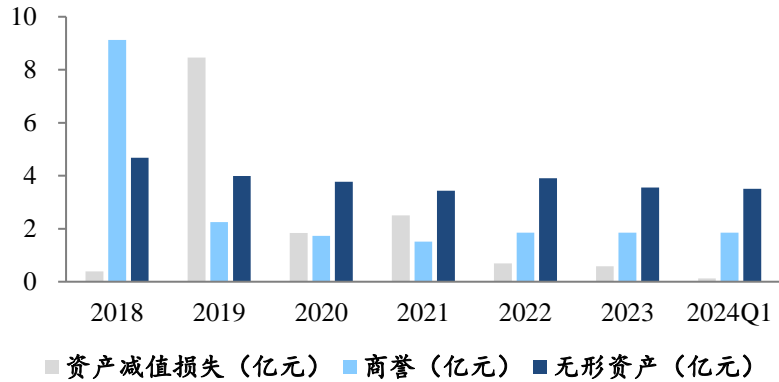
1.3. 消化多重不利因素，业绩触底回升

此前公司业绩出现波动，2019年公司归母净利润为-3.46亿元，主要是由于子公司贵州拜特的丹参川芎嗪注射液受国家卫健委有关重点监控合理用药药品目录出台和国家医保目录调整等政策影响，其市场销售量和收入出现较大幅度下滑。公司当年因此计提相关商誉及无形资产减值准备7.51亿元，导致2019年下半年净利润同比下降57.27%，公司上市以来业绩出现首次亏损。

2021年公司围绕战略定位扎实推进“瘦身强体”，对贵州拜特公司的部分土地使用权和厂房等资产进行公开挂牌转让。同年，公司转让了珍视明42%股权，为康恩贝未来发展提供了充足的资金保障。公司持续聚焦主业，推进瘦身强体，已经完成对大晶眼健康、迪耳药业、邳州众康、上海可得网等多家公司股权处置工作，为提升公司经营质量、进入高质量发展创造了更多有利条件。

不良资产处置基本完成，不利因素逐步消化。目前公司的资产减值损失由2019年的8.47亿元下降至2024年Q1的0.12亿元；商誉及无形资产分别由2018年末的9.13、4.68亿元下降至2024年Q1的1.85、3.51亿元，减值风险基本释放。随着不良资产处置基本完成、处方药集采影响基本见底等，公司逐步消化了历来的不利因素。

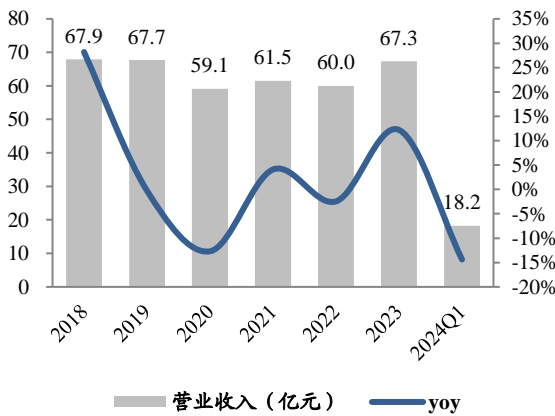
图5：公司资产减值损失、商誉及无形资产



数据来源：wind，东吴证券研究所

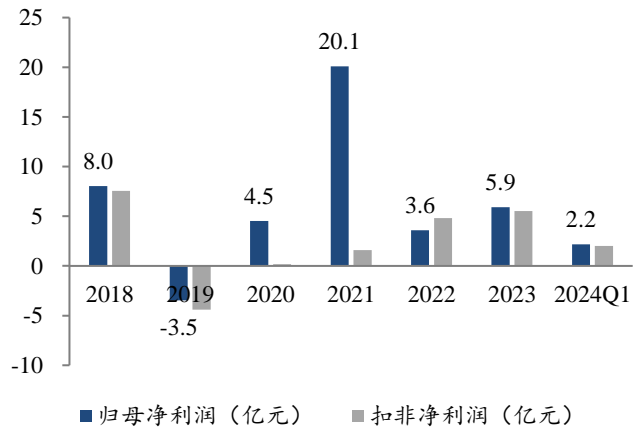
业绩整体经营稳中向好。通过战略聚焦与业务梳理，公司资产质量显著提升，2022年公司迎来业绩增长新拐点，实现营业收入 60 亿元，较上年剔除珍视明公司后可比口径同比增长 9.30%；实现归属于上市公司股东的扣非后净利润 4.83 亿元，同比增长 205.39%。2023 年公司实现营业收入 67.33 亿元，同比增长 12.21%，归母净利润和扣非净利润分别增长 65.19%和 14.60%。展望未来，在不利因素基本消化后，公司聚焦主业，深化混改、推进中长期规划，有望实现业绩稳健增长。

图6：公司营业收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：公司归母净利润和扣非净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 持续打造大品牌大品种，多品牌集群下全品类中药齐发力

康恩贝已形成以中药全品类产品为核心，特色化学药和特色健康产品为重要支撑的

产品结构，多年来一直坚持多品牌策略，有着丰富的产品群，已培育形成了金笛、前列康、金奥康、天保宁等多个著名品牌及其系列产品，是公司核心竞争力和独特价值的体现。按药品通用名统计，截止 2023 年，康恩贝共计 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》（2022 版），具有“三独”（独家品种、独家剂型、独家规格）特色的产品 100 余个。2023 年，公司共有 17 个品种系列销售过亿元，其中康恩贝肠炎宁系列销售收入近 13 亿元。公司产品线丰富，规模产品和细分领域的优势品种较多，梯队产品增长良好。

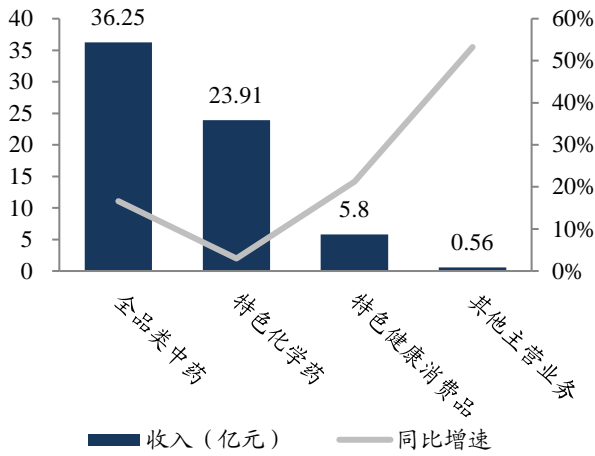
图8：2023 年销售过亿品牌或产品系列



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

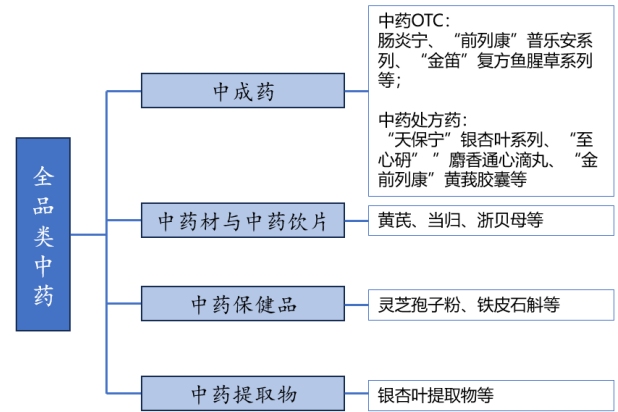
全品类中药增长态势良好，收入占比有望进一步提升。公司坚持以中药大健康为核心主业的产业发展战略，形成了以全品类中药产品为主体，以特色化学药品、特色健康消费品为两翼的“一体两翼”产品业务定位。分板块来看，全品类中药产品包括中成药、中药材与中药饮片、中药保健品及中药提取物等业务。2023 年全品类中药实现营收 36.25 亿元，同比增长 16.60%，占总营收的 54.49%；特色化学药板块实现营收 23.91 亿元，占总营收的 35.94%；特色健康消费品同比增长 21.28%，实现销售收入 5.8 亿元。未来公司将资源主要集中在全品类中药业务的内生增长与外延并购整合上，加速中药大健康业务发展，加大投入完善医疗终端推广体系，大幅提升中药处方药、慢病治疗药在医院内市场份额，全品类中药的收入占比有望进一步提升。

图9：公司 2023 年主营业务各业务收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图10：公司全品类中药业务核心产品



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

2.1. 中药 OTC 板块：强产品力及品牌力下，核心产品稳健放量

2.1.1. 康恩贝牌肠炎宁系列产品紧抓市场加大营销推广，收入增长亮眼

消化系统疾病用药受众广泛，市场规模可观。现代人饮食不规律、作息不正常、营养不均衡等现象明显，导致肠道功能异常、急性胃肠炎等消化系统疾病愈加普遍。根据《2022 中国卫生健康统计年鉴》数据，在 2021 年中国城市和农村居民主要疾病死亡构成中，消化系统疾病均位居第七位。根据中康开思数据显示，2023 年我国胃肠道系统用药销售额约 821 亿元，较 2022 年同比增长 3%。其中，院外零售市场销售额为 326 亿元，同比增长 4.7%，中成药占零售终端市场份额超 50%，高于化药占比；等级医院销售额合计为 494 亿，中成药占比仅为 16.7%。从细分品类来看，2023 年零售终端销售 top3 的为慢性胃炎&胃溃疡、急性肠胃炎&结肠炎等肠道炎症用药、胃肠调理类。

图11：胃肠道疾病用药零售市场销售额（亿元）

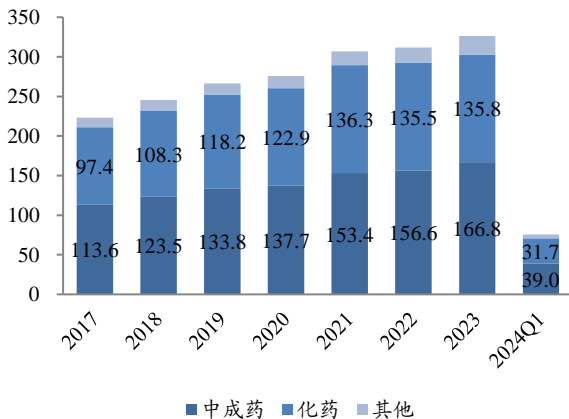
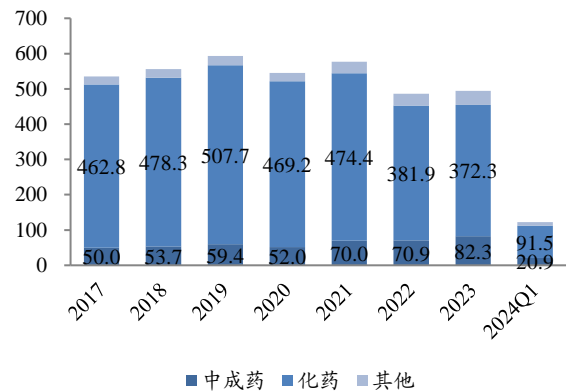


图12：胃肠道疾病用药等级医院销售额（亿元）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

数据来源：中康开思，东吴证券研究所

零售端来看，2023 年中国零售市场胃肠道疾病用药中成药市场中肠炎宁占据领先地位，仅次于健胃消食片，在国内零售肠道用药市场中排名第一。此外，肠炎宁蝉联 2023 年度中国非处方药产品中成药综合统计排名（肠道类）第 1 位，连续三年荣获“中国非处方药黄金大单品”，市场地位持续稳固。**等级医院端来看**，肠炎宁颗粒剂型已作为医学线重点产品进入浙江省等级医院及基层社区市场，2022 年院端销售收入过亿元，同比增长 90%，销售表现亮眼。2023 年肠炎宁颗粒剂仍保持良好增长态势。

表2: 2023 年胃肠道疾病用药零售终端中成药畅销品牌

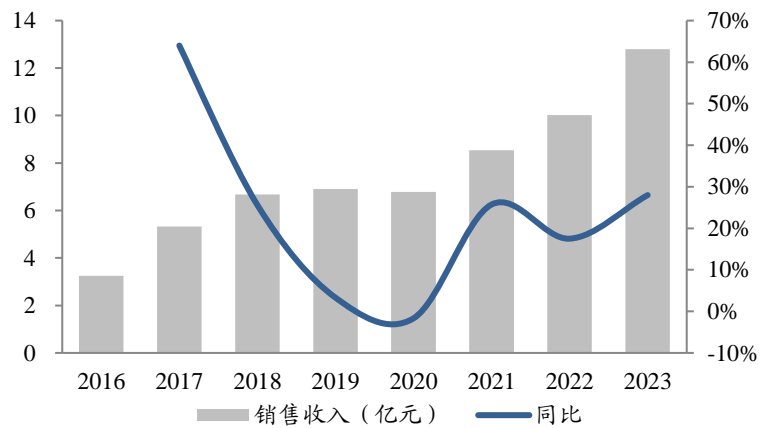
排名	药品名称	销售额（亿元）	同比
1	健胃消食片（江中药业）	15.31	-3.7%
2	肠炎宁片（康恩贝）	15.02	31.3%
3	康复新液（四川好医生）	4.45	-5.1%
4	丁桂儿脐贴（亚宝药业）	4.43	15.4%
5	新复方芦荟胶囊(可伊)	3.69	-0.8%
6	参苓健脾胃颗粒(昆中药)	3.55	1.7%

数据来源：中康开思，东吴证券研究所

注：由于中康开思根据样本药店统计的零售终端销售数据较公司销售入口径略有差异，实际销售情况请以公司口径为准。

肠炎宁系列持续占据肠道用药零售市场领先地位，成为新的十亿品牌。肠炎宁近年来销售额稳步增长，2021-2023 年持续保持双位数增长，2022 年成为了中国城市实体药店终端新的超 10 亿产品。2023 年，肠炎宁销售额近 13 亿元，同比增长超 28%，推动公司整体经营业绩保持较快增长。**产品特性方面**：康恩贝肠炎宁区别于市面上其他的止泻药，由地锦草、金毛耳草等五味中草药组成，温和不刺激，能有效抗菌抗病毒、清热解毒、收涩止泻，主打“不仅止泻，更能消肠炎”，从源头解决肠道问题。**市场营销方面**：公司与“阿里健康”、“京东健康”及“美团”、“饿了么”等第三方平台建立战略合作关系，对肠炎宁等产品开展相关新零售业务，积极探索品牌直营消费者的数字化营销发展模式，取得较好成效。**品牌建设方面**：公司不断开发肠炎宁的新应用场景，如在十一黄金周推出“旅行带上肠炎宁”营销活动，不断提升消费者的关注与认可。

图13: 肠炎宁销售收入及同比增速



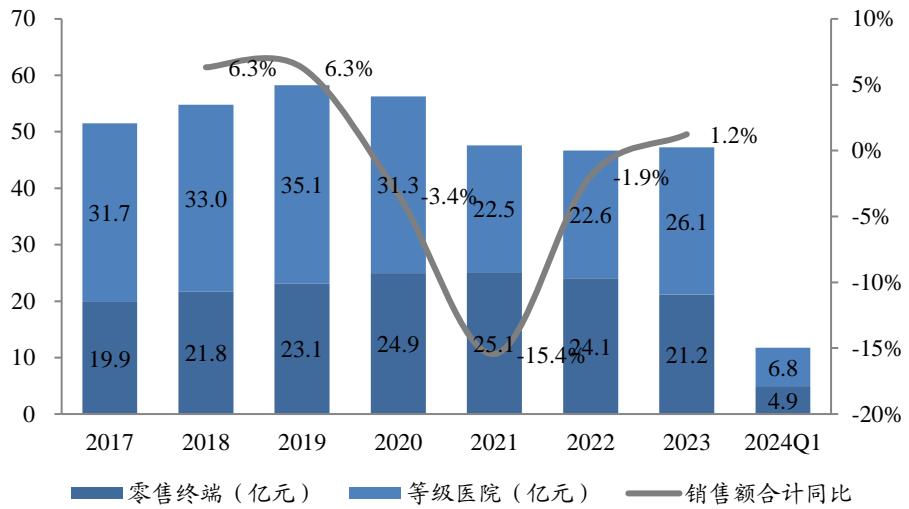
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

品种二次开发顺利, 驱动肠炎宁实现新增长新突破。针对肠炎宁的二次开发聚焦“肠炎宁修复肠粘膜, 肠息肉术后修复首选”定位, 推广肠炎宁用于肠息肉内镜下切除术后患者临床处方, 以及基于“肠炎宁颗粒治疗功能性腹泻和腹泻型肠易激综合征 (IBS) 的临床疗效评价”课题结论, 推广肠炎宁用于治疗“肠功能紊乱”, 增加等级医院消化科、内科以及社区患者流量。此外, 公司针对“急、慢性胃肠炎、腹泻、细菌性痢疾、小儿消化不良”等适应症进行上市后临床试验, 增强对肠炎宁系列产品的临床数据支持。2023年, 公司针对肠炎宁二次开发的研发投入金额同比增长 12.76%。未来, 公司会在医学线继续加大投入, 加强与医院合作产品课题研究、公益项目合作, 随着肠炎宁颗粒在院端市场的开拓以及肠炎宁的二次开发, 肠炎宁品类有望向着 15 亿元销售目标持续迈进。

2.1.2. 前列康品牌经过多年沉淀, 成为前列腺用药品类的优势品种

前列腺疾病患病率较高, 用药规模有望恢复增长。前列腺疾病主要包括前列腺炎、前列腺增生、前列腺癌, 与年龄有直接的相关性。2022 年 10 月发布的《中国男性前列腺健康白皮书》显示, 国内前列腺炎发病率报告约为 6.0%~32.9%; 前列腺增生在 51-60 岁约 20%, 61-70 岁约 50%, 81-90 岁时高达 83%; 前列腺癌发病率位居男性恶性肿瘤前列。中康开思数据显示, 2023 年我国零售终端与等级医院前列腺疾病药物销售额合计 47.25 亿元, 随着泌尿系统疾病患病率和诊疗率上升, 相关药物市场规模有望恢复增长态势。

图14: 近年中国零售终端与等级医院前列腺疾病用药销售额（合计）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

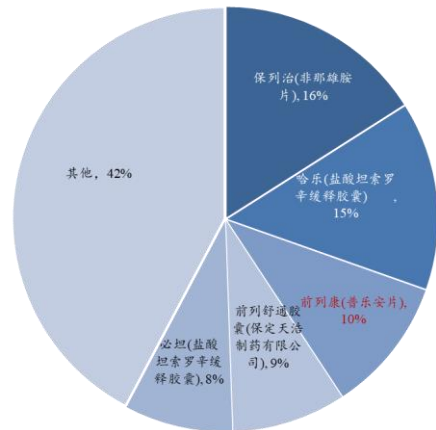
前列康历经 30 余年发展沉淀，品牌深入人心，营销推广为老品牌注入新活力。前列康普乐安片是公司首个自主研发的现代植物药，开创了中国非手术治疗前列腺疾病的先河。2022 年 8 月，“前列康”普乐安片成功纳入共识，已成为治疗前列腺疾病的权威用药。中康开思数据显示，普乐安片在零售市场的销售额从 2017 年 1.75 亿元增长至 2023 年 2.19 亿元，在零售终端前列腺疾病用药中位居中成药销售额首位。2020 年以来，公司加快推进营销模式创新，搭建起前列康泌尿健康学院，开展前列腺健康科普公益直播活动，做优前列康“康康慢友圈”慢病数字管理平台、不断提升前列康品牌专业性与知名度；重点布局前列康在阿里健康、京东、拼多多等电商平台的推广，使其定位逐渐从疾病治疗性逐步走向自我保健性。作为公司核心大品牌大品种，前列康品类有望保持细分行业前列水平。

图15: 前列康普乐安片纳入部分指南共识和专业教材



数据来源：前列康公众号，东吴证券研究所

图16: 2023 年零售终端前列腺疾病用药市场格局



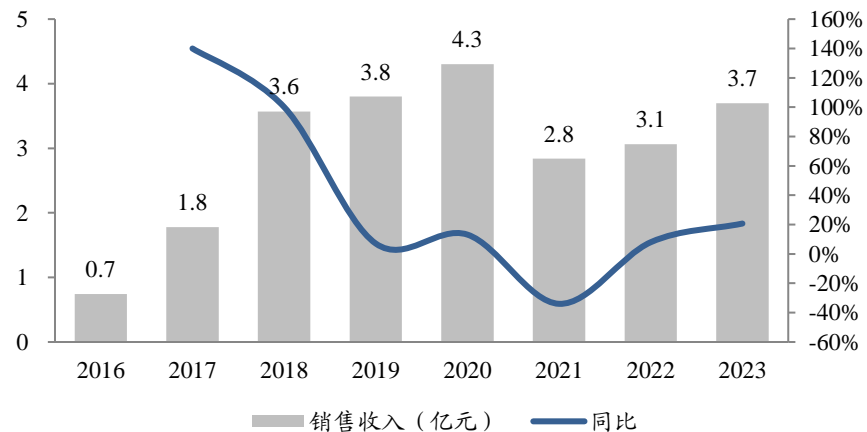
数据来源：中康开思，东吴证券研究所

2.1.3. “金笛”复方鱼腥草合剂实现恢复性增长，位居市场前列

“金笛”复方鱼腥草合剂作为首批“浙产名药”和浙江省医药重点储备品种，位居零售终端市场清热解毒中成药排名前列。复方鱼腥草合剂主要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，能改善发热恶寒、咽痛咽干、吞咽不利、咽部红肿等症状，同时具有广谱抗流感病毒作用，对流感病毒国际通用株、我国临床分离株耐药株，高致病性禽流感病毒 H5N1 和 H7N9 均有抑制作用，临床有效性高，得到患者的广泛认可。“十三五”期间，“金笛”复方鱼腥草合剂销售收入从 2016 年的 0.74 亿元涨至 2020 年的 4.30 亿元，年均复合增速达 55%。然而，2021 年由于感冒药类产品受管控影响，销售收入同比下降 34%；2022 年，“金笛”复方鱼腥草合剂年销售收入超过 3 亿元，同比增长 8%，已触底反弹，重回增长通道，2023 年该产品销售收入为 3.7 亿元，同比增长超 23%。

截至 2024Q1，中药 2.1 类改良型新药清喉咽含片注册申请获得受理。公司还积极开展有关儿童用药小“金笛”的研究，布局开发儿童感冒用药市场。此外，公司即将上市复方鱼腥草滴丸剂型，提高产品使用的便捷性，解决糖尿病患者的用药选择受阻的问题。随着产品矩阵的丰富，金笛品牌系列有望快速增长。

图17：“金笛”复方鱼腥草合剂销售收入及同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

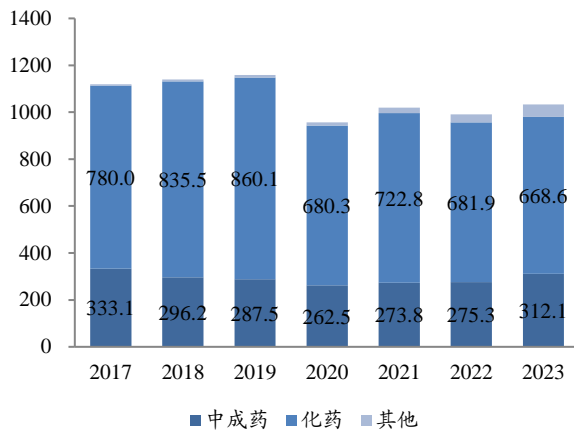
2.2. 中药处方药：老龄化趋势下，心脑血管、泌尿系统等慢病用药市场空间广阔

2.2.1. “至心研”麝香通心滴丸：纳入多部专家共识和指南，疗效出色确切

人口老龄化加重，心血管疾病发病率持续升高，“至心研”麝香通心滴丸收入稳步增长。我国城乡居民疾病死亡构成比中，CVD（脑血管病）死亡率近十年来不断攀升，

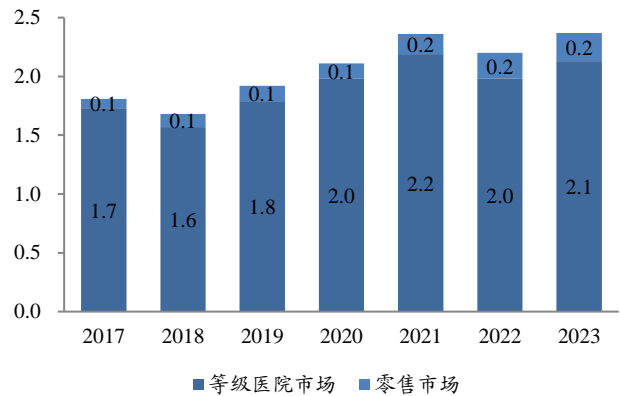
成为居民健康的第一大威胁。“至心研”麝香通心滴丸是 2008 年上市的国家中药六类新药，其组方源自中医经典名方“温病三宝”之一的“至宝丹”，由人工麝香、人参茎叶总皂苷、蟾酥、丹参、人工牛黄、熊胆粉、冰片组成，临床主要用于冠心病、稳定型劳累性心绞痛的治疗。目前已被评为国家中医药管理局 100 个疗效独特的中药品种、国家保密品种、国家二级中药保护品种。2023 年，“至心研”麝香通心滴丸加快等级医院的开发和潜力医院上量，根据中康开思数据，2023 年该产品收入超 2 亿元，增长态势良好。

图18: 等级医院心血管系统用药市场规模(亿元)



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

图19: 麝香通心滴丸样本医院及药店销售收入(亿元)



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

“至心研”麝香通心滴丸已纳入多部心血管专家共识及指南，彰显其出色疗效。截至 2024 年 Q1，“至心研”麝香通心滴丸已发表各类文献超过 180 篇(包括 26 篇 SCI)，入选 20 部指南和专家共识推荐。由中华中医药学会立项发布的《麝香通心滴丸治疗稳定性心绞痛临床应用专家共识》推荐其治疗稳定性心绞痛、不稳定性心绞痛、冠状动脉慢血流、微血管性心绞痛、急性心梗围术期、冠心病心力衰竭六类冠心病亚型均有较好疗效。“至心研”麝香通心滴丸快速改善冠脉慢血流的 RAISE 研究结果被 2023 年《美国心脏病学会杂志》(JACC)收录，影响因子高达 27 分，成为当前最高质量循证证据支持治疗冠脉微循环障碍的中成药。此外，在中西医结合诊疗方案中，“至心研”麝香通心滴丸多次被心血管相关指南共同推荐，证明了其在心血管治疗领域出色的疗效和独特的临床价值。基于麝香通心滴丸的出色疗效及后续在等级和基层医院的开发潜力，我们预计至心研未来有望成长为超 5 亿元的大品种。

表3: “至心研”麝香通心滴丸部分录入心血管病专家共识和指南

年份	心血管病专家共识/指南
2023	《慢性心力衰竭治未病干预指南》
2023	《冠状动脉粥样硬化性心脏病患者药物治疗管理路径专家共识》
2023	《冠状动脉微血管病中西医结合诊疗指南》

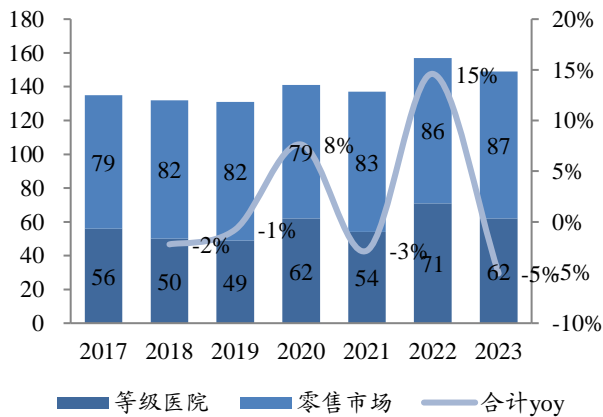
2023	《冠状动脉粥样硬化中西医结合诊疗指南》
2023	《心绞痛（冠状动脉血运重建术后）中西医结合诊疗指南》
2022	《冠状动脉微血管疾病中西医结合诊疗专家共识》
2021	《急性心肌梗死中西医结合诊疗指南》（2021）
2020	《基层心血管病综合管理实践指南 2020》
2019	《冠心病稳定型心绞痛中医诊疗指南》
2018	《冠心病合理用药指南》 第二版
2018	《急性心肌梗死中西医结合诊疗指南》（2018）
2015	《急性心肌梗死中医临床诊疗指南》

数据来源：康恩贝公众号，东吴证券研究所

2.2.2. “天保宁”银杏叶系列市场份额稳定，“金前列康”黄莰胶囊等梯队产品增长良好

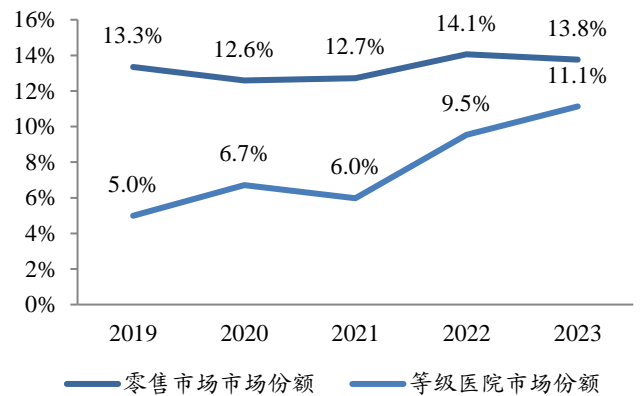
公司银杏叶制剂“天保宁”是国内第一个符合国际质量标准的现代植物药制剂，经过多年的发展，围绕银杏叶药材种植、提取到制剂的研发、生产、销售，公司已成功打造了银杏全产业链经营模式。“天保宁”银杏叶片所使用的银杏叶提取物获得了欧盟 EDQM 颁发的 CEP 证书，提取物及制剂出口日本、美国、澳大利亚等海外市场，并为中国食品药品检定研究院和美国 USP 提供提取物对照品，参与 2020 版中国药典标准的修订，引领银杏行业发展。根据中康开思数据，“天保宁”银杏叶片在银杏叶片院内市场份额稳中有升，零售市场份额基本保持稳定，院内外均排在银杏叶片品牌 TOP3。

图20：“天保宁”系列销售额（百万元）及增速



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图21：“天保宁”银杏叶片占银杏叶片总市场的份额



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

“金前列康”黄莰胶囊是康恩贝与中国中医科学院联合研制的中药创新药，于 2011 年上市，2019 年进入国家医保乙类。组方始创于 1988 年，历经 18 年治病机理研究，在 8 项国家级科研基金课题支持下对治疗 BPH（良性前列腺增生）机制研究深入到分子水平和基因水平。研究证明，“金前列康”黄莰胶囊对有效改善 BPH 患者下尿路症状，尤其在“改善盆腔胀痛，减少夜尿次数”方面具有独特的临床价值，且打破了只有西药才

能缩小前列腺体积的神话，长期服用安全性较高，成功被《良性前列腺增生诊疗及健康管理指南》等 11 部一线指南/专家共识/专著推荐，其临床价值突出，弥补了现有临床一线前列腺疾病用药的不足。2023 年，黄莪胶囊增长良好，未来有望凭借公司在前列腺领域的品牌及品种优势成长为过亿元品种。

2.3. 中药饮片及中药保健品增速亮眼

发挥中药饮片产学研一体化优势，经营业绩稳中有进。《2020 年中国医药工业经济运行报告》数据显示，2020 年中药饮片加工市场规模达 1782 亿元，饮片市场是超千亿元的细分赛道。从大健康市场的需求来看，中药饮片“药食同源”的消费属性明显，米内网数据显示，2021 年中国城市实体药店终端中药饮片的销售规模已超过 250 亿元，同比增长 3.8%。浙江全省有中药材资源 2300 多种，道地药材优势明显，同时浙江省饮片市场规模位居前列。通过提升饮片质量、打造省内行业标杆，提升市场覆盖率和优化业务结构，2023 年公司中药材与中药饮片板块实现营收 7.23 亿元，同比增长约 37%。此外，2023 年公司中药保健品及中药提取物业务实现营收 0.57 亿元，增速亮眼。

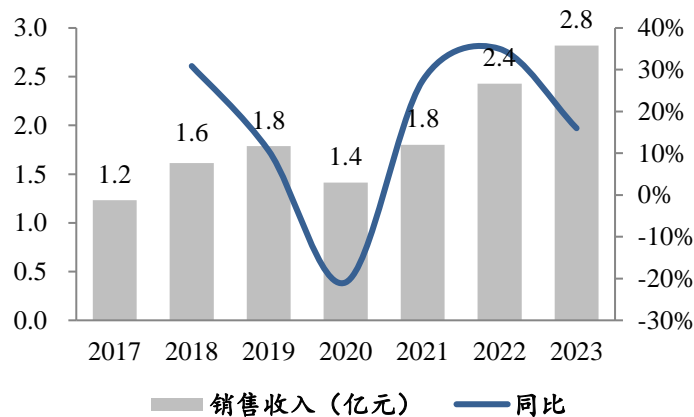
3. 以“特色化学药及健康消费品业务”为两翼，研发增强发展新动能

3.1. 特色化学药市场拓展稳中有进，产品具有销量弹性

3.1.1. “金康速力”牌乙酰半胱氨酸收入稳步增长，在呼吸道用药领域树立良好口碑

“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片自 2020 年进入国家医保目录后，不断加大县级医院覆盖，2021 年同比增长近 28%，2022 年同比增长近 35%。随着国家对慢病管理的日益重视，公司聚焦慢阻肺市场，推动该产品品牌认知度和用户粘性不断提升，2023 年，“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片销售收入同比增长 16%，发展态势良好。

图 22：“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片销售收入及同比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：2022 年、2023 年销售额根据增速计算。

“金康速力”颗粒剂型加快研发落地。康恩贝于 2021 年 8 月向国家药监局审评中心递交了乙酰半胱氨酸颗粒的药品注册申请并获得受理，于 2022 年 11 月获得核准签发的乙酰半胱氨酸颗粒《药品注册证书》，并于 2023 年中选国家第九批药品集中采购，随着 2024 年第九批国采中选结果执行落地，该产品开始放量销售。乙酰半胱氨酸颗粒的获批生产上市，进一步丰富了公司在呼吸道用药领域的产品结构，助力终端销售的进一步增长。

3.1.2. “金艾康”汉防己甲素：同品市场份额第一，解除医保限制后具有销量弹性

汉防己甲素又名粉防己碱，是从中药防己科千金藤植物汉防己中分离提取的一种双苄基异喹啉类生物碱，是我国自主研发的化学药物，金华康恩贝也是最早接受国家委托定点生产汉防己甲素片的企业。作为国内唯一拥有汉防己甲素原料药和制剂批文的生产企业，“金艾康”汉防己甲素片连续 10 余年市场占有率及市场份额位居同品第一。汉防己甲素纳入多部专家共识及临床用药指南，主要用于治疗风湿关节炎、神经痛和尘肺等疾病领域。此外，2022 年 1 月 1 日起，该品种的医保支付范围从限单纯硅肺和煤矽肺扩大到了其说明书的适应症，该产品本次解除医保支付限制，成功覆盖既往医保没有覆盖的风湿痛、关节痛、神经痛或与小剂量放射合并用于肺癌的适应症，这有助于降低患者的医疗用药负担，提高药物的可及性。

表4：汉防己甲素录入心血管病专家共识和指南

相关专家共识/指南	具体推荐
《中国慢性创伤后疼痛诊疗指南》（2023 版）	对于慢性肌肉骨骼损伤后疼痛的治疗上推荐应用汉防己甲素片 B 级证据 1 级推荐。
《肌肉骨骼慢性疼痛诊治专家共识》（2021 版）	汉防己甲素兼具 COX-2 选择性抑制和心脏保护作用
《髋膝关节置换围手术期加速康复专家共识》（2021 版）	合理、有效的镇痛可明显缓解术后疼痛，有利于关节功能的恢复。根据实际情况加其他药物如美索巴莫注射液、汉防己甲素、加巴喷丁类药物等。
《膝骨关节炎中西医结合诊疗指南》（2018 版）	研究表明中药防己中提取的镇痛药物汉防己甲素具有 COX-2 选择性抑制和心脏保护作用，是有心血管风险患者可选药物。
《尘肺病治疗中国专家共识》（2018 版）	汉防己甲素能直接或间接地抑制胶原基因的转录，从而抑制细胞增殖，降低胶原合成，抑制矽肺病变中胶原蛋白的合成以及成纤维细胞的增殖。汉防己甲素亦可使细胞分泌前胶原的功能减弱，胶原的合成受阻，并使肺胶原纤维松散、降解等，故长期以来一直用于尘肺病的治疗。

数据来源：康恩贝公众号，东吴证券研究所

3.2. 健康消费品：依托后疫情时代康复需求，持续探索数字化营销

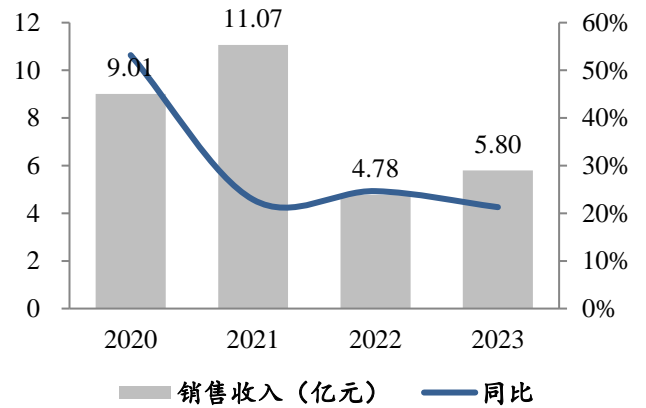
自我保健产品市场需求大，公司大健康产品销售收入快速增长，产品线丰富。2020年以来，公司应对政策和市场变化，及时调整业务结构，将健康消费品作为公司主要的业务板块之一。目前公司大健康产品主要是康恩贝牌保健及功能性食品、传统滋补品等，在此基础上成立健康消费品事业部，以互联网平台为基础，运用高度社交化、数字化营销模式，打造直接面向终端消费者的新零售模式；同时公司积极布局线下渠道，实现各个渠道消费者的精准触达，打造核心竞争力。2020 以来，剔除珍视明系列产品的影响，公司健康消费品板块同比增速持续保持在 20%以上。

图23：公司健康消费品相关产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图24：健康消费品销售收入及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：2022年起同比增速剔除珍视明系列产品的影响

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 核心假设

- (1) 全品类中药：中药 OTC 板块，核心产品肠炎宁系列作为零售肠道用药市场排名第一的龙头产品，2023 年销售收入 13 亿元，同比增长 28%，我们预计后续肠炎宁片销量保持平稳，肠炎宁颗粒通过开发增量医院，有望保持较快增长。中药处方药方面，金前列康增长态势良好，基层市场覆盖不断加强，至心研凭借强学术背书有望进一步在省外医院终端放量。此外，公司重点开展“至心研”麝香通心滴丸等品种新版基本药物目录准入相关工作，为拓展增量市场打开通路。综合来看，我们预计 2024-2026 年公司全品类中药收入增速为 8.4%/14.3%/13.6%。随着产品结构优化、业务规模的提升，我们预计毛利率有望稳中有升。

- (2) 特色化学药: 分产品来看, “金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片、“金康灵力”氢溴酸加兰他敏片增速较快; “金艾康”汉防己甲素加大循证医学证据研究和学术化推广。我们预计 2024-2026 年化药板块收入增速为 1.7%/4.5%/4.5%。
- (3) 特色健康消费品: 公司有序推进康恩贝健康产品的迭代升级, 不断提升产品体验, 增加覆盖人群, 加快新品牌新产品开发, 同时加强已上市新产品的网络拓展及营销推广。我们预计 2024-2026 年健康消费品收入有望保持在 20% 左右。

综合来看, 我们预计 2024-2026 年公司营收为 72.19/80.59/89.86 亿元, 同比增长 7.2%/11.6%/11.5%。

表5: 公司收入拆分及盈利预测 (百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,000.44	6,732.80	7,218.54	8,058.98	8,986.50
YoY		12.21%	7.21%	11.64%	11.51%
毛利率	59.30%	58.48%	58.38%	58.39%	58.38%
全品类中药	3,109.28	3,625.42	3,928.87	4,488.86	5,100.44
YoY		16.60%	8.4%	14.3%	13.6%
中药 OTC& 中药处方药		2,717.00	2,839.27	3,179.98	3,529.77
YoY		13.45%	4.50%	12.00%	11.00%
中药材& 中药饮片*		851.00	1,021.20	1,225.44	1,470.53
YoY		26.79%	20.00%	20.00%	20.00%
中药保健品& 中药提取物		57.00	68.40	83.45	100.14
YoY		32.94%	20.00%	22.00%	20.00%
化学药	2,321.34	2,390.51	2,432.17	2,541.11	2,655.12
YoY		2.98%	1.7%	4.5%	4.5%
特色化学制剂		1,767.00	1,798.81	1,888.75	1,983.18
YoY		2.92%	1.80%	5.00%	5.00%
原料药		624.00	633.36	652.36	671.93
YoY		3.18%	1.50%	3.00%	3.00%
健康消费品	478.05	580.16	696.19	835.43	1,002.51
YoY		21.28%	20.00%	20.00%	20.00%
其他收入	91.78	136.71	161.32	193.59	228.43

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: *此处为中药材饮片事业部口径, 包括中药材、中药饮片及部分其他业务。

4.2. 估值与评级

选择与公司业务相近，均为品牌中药的云南白药、华润三九、江中药业作为可比公司。我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润为 7.08/8.08/9.19 亿元，对应当前市值的 PE 为 16/14/12X。公司 2024-2026 年业绩年均复合增速与可比公司相近，但估值低于可比公司平均水平。公司持续落实国企混改，夯实核心产品的市场份额，拓展产品管线，加大品牌建设，未来有望内生增长与外延整合齐发力。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值 (收盘日期为 2024 年 8 月 9 日)

公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
云南白药	000538.SZ	946.02	40.94	45.72	50.11	54.67	23.11	20.69	18.88	17.31
华润三九	000999.SZ	535.05	28.53	33.25	38.02	43.26	18.75	16.09	14.07	12.37
江中药业	600750.SH	141.68	7.08	8.16	9.36	10.69	20.00	17.36	15.14	13.26
	平均值	541.29	25.52	29.05	32.49	36.20	20.62	18.05	16.03	14.31
康恩贝	600572.SH	113.08	5.92	7.08	8.08	9.19	19.12	15.98	13.99	12.30

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 康恩贝数据为东吴证券研究所预测, 其余均来自 wind 一致预测。

5. 风险提示

- (1) 医药行业政策风险: 随着医药卫生体制改革持续深入推进, 医药、医疗、医保等方面改革措施相继出台, 特别是基药目录调整、医保目录调整、医保支付方式改革、药品集中带量采购等措施的落地, 使药企原有经营模式受到冲击, 医药市场格局持续变化, 行业不确定性增加。
- (2) 市场竞争加剧风险: 医药企业愈发重视院外及基层终端的布局, 加强品牌建设, 行业竞争加剧下, 公司产品或存在放量不及预期风险。
- (3) 成本上涨风险: 原材料购入成本有升有降, 整体可控, 后续原辅包材价格走势暂不明朗, 或存在成本上涨、产品毛利率下滑风险。

康恩贝三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,775	6,404	7,707	9,001	营业总收入	6,733	7,219	8,059	8,986
货币资金及交易性金融资产	2,570	3,079	4,115	5,095	营业成本(含金融类)	2,796	3,004	3,353	3,740
经营性应收款项	1,797	1,871	2,020	2,209	税金及附加	85	91	102	113
存货	1,333	1,377	1,490	1,610	销售费用	2,287	2,447	2,716	3,019
合同资产	0	0	0	0	管理费用	546	577	645	701
其他流动资产	75	77	82	87	研发费用	298	332	355	386
非流动资产	5,463	5,420	5,324	5,217	财务费用	(19)	0	0	0
长期股权投资	1,522	1,522	1,522	1,522	加:其他收益	123	108	109	108
固定资产及使用权资产	2,812	2,856	2,792	2,715	投资净收益	82	58	64	72
在建工程	238	215	193	174	公允价值变动	(135)	0	0	0
无形资产	355	345	335	325	减值损失	(59)	0	0	0
商誉	185	185	185	185	资产处置收益	36	0	0	0
长期待摊费用	32	32	32	32	营业利润	788	933	1,062	1,206
其他非流动资产	319	265	265	265	营业外净收支	(21)	(19)	(19)	(19)
资产总计	11,238	11,824	13,031	14,219	利润总额	768	914	1,043	1,187
流动负债	3,173	3,162	3,451	3,594	减:所得税	93	110	125	142
短期借款及一年内到期的非流动负债	730	726	726	726	净利润	675	804	918	1,044
经营性应付款项	820	751	978	904	减:少数股东损益	83	96	110	125
合同负债	44	108	48	135	归属母公司净利润	592	708	808	919
其他流动负债	1,579	1,576	1,698	1,829	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.23	0.28	0.31	0.36
非流动负债	716	713	713	713	EBIT	804	914	1,043	1,187
长期借款	305	305	305	305	EBITDA	1,137	1,193	1,329	1,483
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	58.48	58.38	58.39	58.38
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	8.79	9.80	10.03	10.23
其他非流动负债	410	407	407	407	收入增长率(%)	12.21	7.21	11.64	11.51
负债合计	3,889	3,874	4,164	4,307	归母净利润增长率(%)	65.19	19.62	14.19	13.75
归属母公司股东权益	7,041	7,544	8,352	9,271					
少数股东权益	309	405	515	641					
所有者权益合计	7,350	7,949	8,868	9,912					
负债和股东权益	11,238	11,824	13,031	14,219					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	899	948	1,181	1,117	每股净资产(元)	2.74	2.94	3.25	3.61
投资活动现金流	(289)	(223)	(145)	(137)	最新发行在外股份(百万股)	2,570	2,570	2,570	2,570
筹资活动现金流	(719)	(215)	0	0	ROIC(%)	8.36	9.26	9.73	10.02
现金净增加额	(107)	509	1,036	980	ROE-摊薄(%)	8.40	9.38	9.67	9.91
折旧和摊销	333	279	286	297	资产负债率(%)	34.60	32.77	31.95	30.29
资本开支	(113)	(309)	(209)	(209)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.12	15.98	13.99	12.30
营运资本变动	(131)	(126)	22	(171)	P/B (现价)	1.61	1.50	1.35	1.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>