

600572 CH
Zhejiang CONBA Pharmaceutica
|
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb7.27

Wenxin Yu
wenxin.yu@htisec.com

Kehan Meng
kh.meng@htisec.com

首次覆盖：冬去春已来， 大品牌大品种领航发展

投资要点：

- **国企混改已现成效，困境反转迈入稳定增长期。**康恩贝专注于医药健康领域，主要从事药品及大健康产品的研发、制造和销售，曾通过并购尝试拓展相关业务领域，使得公司业绩 2019 年起出现较大波动，自实施混改以来，公司聚焦中药大健康发展战略，持续推进资源整合协同工作：一方面，公司推动非主业非优势、低效无效资产的处置，另一方面，公司进行业务整合，促进中药大健康产业的升级转型和创新。2023 年，公司业绩已基本恢复到了历史最高水平，实现营业收入 67.33 亿元（+12.20%），扣非归母净利润 5.54 亿元（+14.60%）。我们认为当下公司减利风险因素已基本出清，业务结构持续优化，主业盈利已进入稳定阶段。
- **焕新做大老品牌，创新培育新品牌。**公司坚守中药大健康核心业务的产业发展战略，和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。公司在经营发展中注重品牌建设，目前已培育形成多个知名品牌及其系列产品，形成了品牌森林策略。2023 年公司销售过亿元品种系列共 17 个，较上年增加 2 个，合计实现销售收入 46.19 亿元（+12.93%），占公司总营收比重为 68.6%。公司将建优产品矩阵，除继续夯实康恩贝肠炎宁系列 10 亿级销售规模外，力争 2 个品牌系列产品实现销售 5-10 亿级、5-6 个产品实现销售 2-5 亿级。同时，通过加大品牌延伸，将品牌及产品从疾病治疗向保健预防发展。
- **内生外延共发力，整合资源提效能。**内生方面，公司将进一步推进无效资产的处置和对控股子公司全资化等工作，整合资源，提质增效，同时围绕创新主线，加大研发投入，聚焦重点项目创新性研究和中药大品种的二次开发及循证医学研究，加强研发创新平台建设。外延方面，根据战略规划，公司将在中药大健康企业中积极寻求并购机会，同时聚焦优势治疗领域及细分赛道，引进具有临床价值和市场需求的潜力大品种。
- **盈利预测：**我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 7.47 亿元、8.37 亿元、9.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.29 元、0.33 元、0.37 元。公司通过“瘦身强体”行动优化资产、提质增效，在大品牌大品种工程拉动下稳定增长。参考可比公司，我们给予公司 2024 年 25X PE，对应目标价 7.27 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**行业政策变化的风险，研发创新的风险，原材料的价格波动风险，市场竞争加剧的风险。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6000	6733	7533	8421	9407
(+/-)YoY(%)	-8.6%	12.2%	11.9%	11.8%	11.7%
净利润(百万元)	358	592	747	837	956
(+/-)YoY(%)	-82.2%	65.2%	26.3%	12.0%	14.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.14	0.23	0.29	0.33	0.37
毛利率(%)	59.3%	58.5%	59.1%	59.0%	59.0%
净资产收益率(%)	5.2%	8.4%	10.3%	11.0%	11.8%

资料来源：公司年报（2022-2023），HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 专注医药健康领域，国资入主后业务结构持续优化	5
1.1 逐步剥离非核心业务，聚焦中药大健康	5
1.2 困境反转，业绩迈入稳定增长期	8
2. 一体两翼产品业务定位，品牌森林策略效果显著	12
2.1 全品类中药：持续加大品牌建设，挖掘大品种优势	12
2.1.1 中药非处方药：以品牌产品营销模式为主，充分发挥渠道优势	12
2.1.2 中药处方药：创新研发、学术推广双引擎驱动增长	15
2.2 特色化学药：聚焦中老年慢病，学术推广针对性强	16
2.3 特色健康消费品：有序推进产品迭代升级，加快产品开发和推广	16
3. 盈利预测	17
4. 风险提示	19
附表 前十大股东：	20
财务报表分析和预测	21

图目录

图 1	公司发展历程	5
图 2	2015-2020 年贵州拜特营业收入及净利润	6
图 3	2015-2019 年丹参川芎嗪注射液销量及增速	6
图 4	2012-2023 年公司商誉变化情况	6
图 5	公司股权结构图	7
图 6	2013-2023 年公司营业收入及增速	8
图 7	2013-2023 年公司扣非归母净利润及增速	8
图 8	2021-2023 年公司中药大健康营收及占比	9
图 9	2014-2023 年公司毛利率及扣非净利率变化	9
图 10	2014-2023 年公司期间费用率变化	10
图 11	2014-2023 年公司商誉变化	11
图 12	2014-2023 年公司经营活动现金流及扣非归母净利润.....	11
图 13	2017-2024E 中国肠胃用药市场规模	13
图 14	2017-2023 年公司肠炎宁系列销量	13
图 15	中国城市实体药店终端清热解毒中成药销售额	14
图 16	2015-2021 年公司金笛复方鱼腥草合剂销量	14
图 17	中国泌尿生殖系统疾病两周患病率及慢性疾病患病率	15
图 18	2016-2020 年中国医药终端泌尿系统感染销售额占比.....	15

表目录

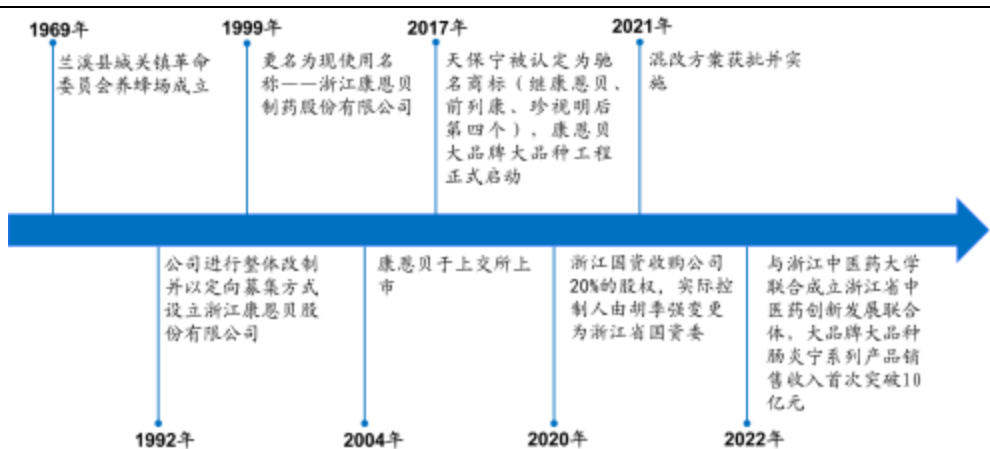
表 1	公司主要并购标的和金额.....	5
表 2	公司逐步剥离非核心业务，聚焦大健康产业.....	7
表 3	公司 2022 年限制性股票激励计划（草案）.....	8
表 4	2023 年公司主要研发项目投入.....	11
表 5	公司产品主要覆盖消化代谢、心脑血管、泌尿系统、呼吸系统等治疗领域.....	12
表 6	2023 年中国非处方药生产企业 Top10.....	13
表 7	2023 年度中国非处方药产品中成药肠道类 TOP5.....	13
表 8	2022 年中国城市实体药店终端清热解毒中成药品牌 TOP5.....	14
表 9	2016-2020 年中国城市实体药店终端泌尿系统感染中成药主要品牌.....	15
表 10	2022 年中国健康产品生产企业 TOP5.....	16
表 11	康恩贝收入分项.....	18
表 12	可比公司估值.....	19

1. 专注医药健康领域，国资入主后业务结构持续优化

1.1 逐步剥离非核心业务，聚焦中药大健康

康恩贝专注于医药健康领域，主要从事药品及大健康产品的研发、制造和销售，已经形成以现代中药和植物药为基础，以特色化学药包括原料药和制剂以及功能型健康产品为重要支撑的产品结构。公司起源于1969年兰溪县养蜂场，1992年公司进行整体改制并以定向募集方式设立浙江康恩贝股份有限公司，1999年更名为现使用名称——浙江康恩贝制药股份有限公司并于2004年于上交所上市。2020年7月浙江省国贸集团的全资子公司浙江省中医药健康产业集团有限公司协议受让康恩贝集团有限公司所持康恩贝20%股权，实际控制人变更为浙江省国资委，此后公司及时调整业务结构，坚守以中药大健康为核心业务的产业发展战略，和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。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告临2011-032号，公司公告临2020-051号，HTI

公司曾通过并购尝试拓展相关业务领域。公司上市后，曾通过并购进入电商、中药注射剂、生物药制剂等相关业务领域，2009-2019年，公司先后并购了贵州拜特、珍诚医药在线、天施康、益康生物、嘉和生物等标的。截至2018年底，公司的参控公司达43家，总资产从2014年的62.99亿元增长至2018年年底的107.13亿元。

表1 公司主要并购标的和金额

披露日期	交易金额（百万元）	交易标的
2014-07-08	994.50	贵州拜特制药有限公司 51%股权
2014-12-26	271.15	浙江珍诚医药在线股份有限公司 30.81%股权
2015-06-04	955.50	贵州拜特制药有限公司 49%股权
2015-06-30	232.65	浙江珍诚医药在线股份有限公司 26.44%股权
2015-08-25	2.75	浙江迪尔药业有限公司 25%股权
2016-04-12	4.20	芜湖圣美孚科技有限公司 6%股权
2016-04-12	54.38	江西珍视明药业有限公司 18.75%股权
2016-04-12	42.65	江西天施康中药股份有限公司 7.08%股权
2016-08-25	7.05	江西天施康中药股份有限公司 1.04%股权
2016-08-25	5.68	杭州光祺力实业有限公司 49%股权
2017-04-20	146.00	上海可得网络科技有限公司 8%股权
2018-05-03	300.35	江西天施康中药股份有限公司 41%股权
2018-06-02	673.60	嘉和生物药业有限公司 21.05%股权
2018-08-29	300.00	嘉和生物药业有限公司 8.6455%股权

资料来源：同花顺，HTI

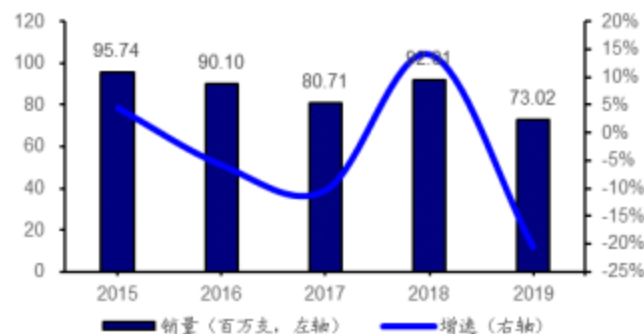
受子公司业绩和减值拖累，公司 2019 年净利润承压。2014 年至 2015 年期间，公司分二次合计斥资 27.59 亿元收购贵州拜特，其旗下核心产品为丹参川芎嗪注射液；2018 年贵州拜特营收占公司总营收 26.28%，其中丹参川芎嗪注射液收入为 17.60 亿元，收入占公司总营收的 25.93%；2019 年受国家有关重点监控合理用药药品目录出台和国家医保目录调整等政策影响，丹参川芎嗪注射液销量同比下滑 20.64%。同年，公司针对贵州拜特的商誉及无形资产计提了减值准备 7.51 亿元。此外，2019 年公司投资的嘉和生物投资亏损 1.16 亿元及公司对上海可得网络公司的长期股权投资计提减值准备 0.72 亿元也进一步拖累了业绩。

图2 2015-2020 年贵州拜特营业收入及净利润



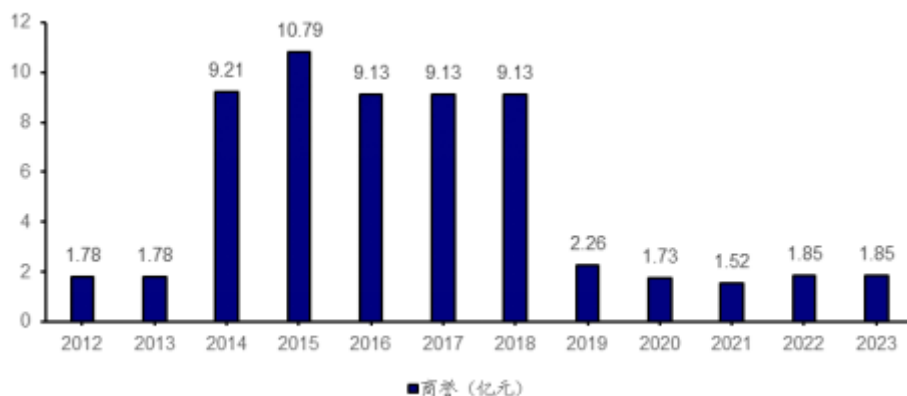
资料来源：公司公告临 2021-065 号，公司 2020 年年报，HTI

图3 2015-2019 年丹参川芎嗪注射液销量及增速



资料来源：同花顺，HTI

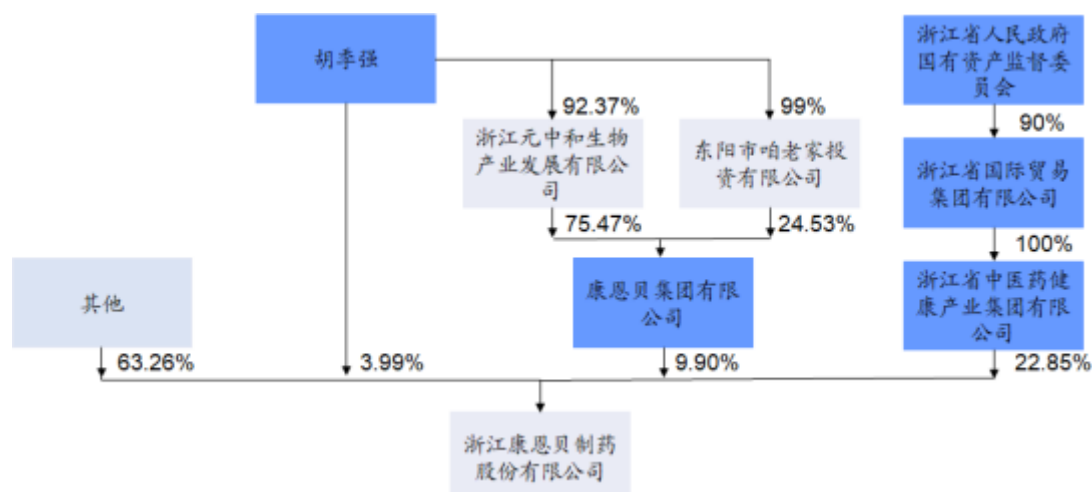
图4 2012-2023 年公司商誉变化情况



资料来源：同花顺，公司 2023 年年报，HTI

国资入主，康恩贝混改方案正式落地。2020 年 5 月，康恩贝集团有限公司与浙江省中医药健康产业集团签订股份转让协议，康恩贝集团将其名下康恩贝 20%的股权以 33.02 亿元总价转让给浙江省中医药集团，该公司实际控制人为浙江省国资委；康恩贝集团及其一致行动人胡季强先生、浙江博康医药投资有限公司（现更名为浙江元中和生物产业有限公司）合计持有康恩贝 13.33%的股份。交易完成后康恩贝实控人变更为浙江省国资委，同时公司完成换届选举，胡季强先生继续被选举为董事长。2021 年 7 月，康恩贝混改方案正式落地，浙江省国资委及省国贸集团对康恩贝实施的是基于国资和民营资本合作、发挥国有和民营各自优势的差异化管控，即保持了康恩贝公司经营决策和管理活动的一致性、连续性、机动性和灵活性，又能以更加规范的管理机制去提升公司的管理水平、完善体系建设，推进公司高质量发展。

图5 公司股权结构图



资料来源：企查查，HTI

剥离非核心业务，聚焦中药大健康产业。自实施混改以来，公司聚焦中药大健康发展战略，持续推进资源整合协同工作：一方面，公司推动非主业非优势、低效无效资产的处置，2021年以来，康恩贝先后处置了贵州拜特、江西天施康等公司的固定资产，以及兰信小额贷款公司、迪耳药业、大晶眼健康、珍视明药业、邳州众康、上海可得等公司的股权；另一方面，公司进行业务整合，促进中医药产业的升级转型和创新。为解决同业竞争问题，公司2022年完成了对省国贸集团体系内中医药大学饮片公司66%股权和奥托康科技公司100%股权收购工作；为加快对控股子公司全资化工作，公司2023年完成对健康科技公司等4家下属子公司少数股权收购工作。

表2 公司逐步剥离非核心业务，聚焦大健康产业

披露日期	交易金额（百万元）	交易标的
2021-10	53.37	兰溪市兰信小额贷款有限责任公司30%股权
2021-12	1680.00	江西珍视明药业有限公司42%股权
2022-01	1.00	大晶眼健康公司19.6%股权
2022-03	35.77	浙江迪耳药业有限公司25%股权
2022-08	0.40	邳州众康51.00%股权
2022-11	121.27	贵州拜特部分固定资产
2023-06	48.01	江西天施康公司部分固定资产
2023-07	290.00	江西珍视明药业有限公司7.84%股权
2024-02	26	上海可得网络科技（集团）有限公司20%股权

资料来源：同花顺，公司2022年、2023年年报，HTI

围绕中药大健康主业，持续推进外延并购。公司计划在“十四五”期间，围绕中药大健康核心战略方向，完成1-2家中药大健康企业的并购重组工作。在产品整合方面，公司基于大品牌大品种工程，以购买或MAH等方式不断引进如黄蜀葵花总黄酮口腔贴片等有特色、适合各个阶段发展需求的潜力大品种，以不断丰富公司的产品集群。公司的实际控制企业浙江省国贸集团对下属企业开展投资并购有完善的决策制度体系，科学的审计评估流程，严格的法务风控管理的要求，有利于企业有效控制与规避投资并购风险。因此公司目前有很强的并购整合能力和更为完善的风险防控体系。

推出股权激励，激发核心管理层积极性。2022年9月，公司发布《2022年股票期权激励计划草案摘要》，拟向激励对象授予7000万股票期权。2022年11月，公司完成股票期权首次授予，向537名激励对象授予6247.5万份股票期权；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。本次激励的业绩考核涉及到扣非归母净利润、净利润现金含量、加权平均净资产收益率、研发投入占工业营收的比例等指标，多维度考核公司盈利能力和盈利水平。

表 3 公司 2022 年限制性股票激励计划（草案）

项目	内容
激励方式	股票期权
授予价格	4.13 元/股（首次授予）
授予对象	首次授予共计 544 人，包括董事、高级管理人员、公司及公司下属全资或控股子公司核心骨干人员
授予数量	合计 7000 万股，占总股份 2.7237%；首次授予股票 6321 万股，占比 2.4595%；预留股票 679 万股，占比 0.2642%
考核指标	以 21 年为基数，22-24 年净利润（以扣非后净利润为基准）增长率不低于 200%、240%、280%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值； 以 21 年为基数，22-24 年净利润现金含量不低于 105%、105%、105% 以 21 年为基数，22-24 年加权平均净资产收益率不低于 6.5%、7%、7.5%，不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值 以 21 年为基数，22-24 年研发投入总额占当期工业营收的比例不低于 4.5%、5%、5.5%

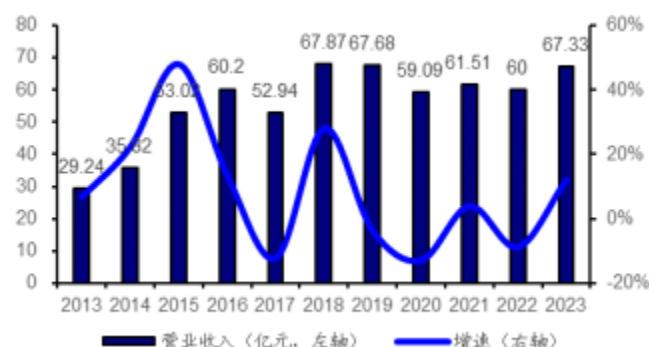
资料来源：公司《2022 年限制性股票激励计划草案摘要》，HTI

1.2 困境反转，业绩迈入稳定增长期

公司过往营业收入波动较大，2019 年，全资子公司贵州拜特核心产品丹参川芎嗪注射液因被列入国家卫健委重点监控合理用药药品目录及退出医保目录，导致销量大幅下滑。同时，公司部分化药大品种因集采大幅降价，终端拓展受阻等多重困难和挑战，这些因素叠加影响了公司 2019-2020 年的收入同比表现。对此，公司积极顺应市场变化，聚焦中药大健康核心业务的产业发展战略，持续推进业务结构优化，做到“四损四补”：处方药损失从自我保健产品补、院内（医保）市场损失从院外（非医保）市场补、线下损失从线上补、在集采市场中“穿鞋”产品损失从“光脚”产品补，在艰难的环境中实现了业绩的困境反转，至 2021 年公司收入基本企稳；2022 年，公司实现营业收入 60 亿元，同比剔除珍视明药业出表影响后增长 9.30%；2023 年，公司业绩已基本恢复到了历史最高水平，实现营业收入 67.33 亿元，同比增长 12.20%。

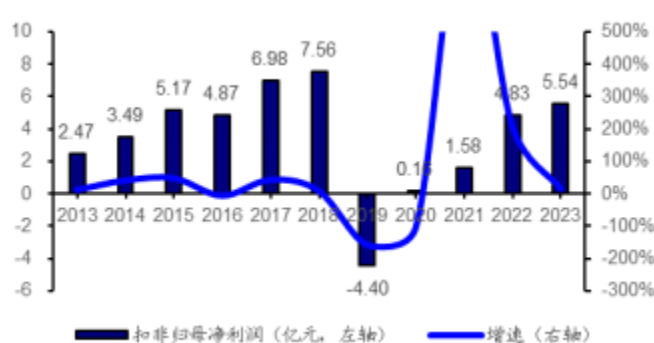
利润方面，公司 2019 年出现上市以来首次亏损的情况，扣非净利润为-4.4 亿元。主要原因是贵州拜特盈利下降和公司大额计提相关商誉及无形资产减值准备等因素影响减少净利润 8.78 亿元，以及嘉和生物按持股比例投资亏损和对上海可得网络计提减值准备等多个因素叠加影响。2020 年公司扭亏为盈，主要得益于公司积极调整消化不利因素，重点拓展非处方药和健康消费品在内的自我保健产品业务及加快线上新零售业务的发展。2023 年公司扣非归母净利润为 5.54 亿元，同比增长 14.60%，主业盈利进入稳定阶段。

图6 2013-2023 年公司营业收入及增速



资料来源：同花顺，HTI

图7 2013-2023 年公司扣非归母净利润及增速

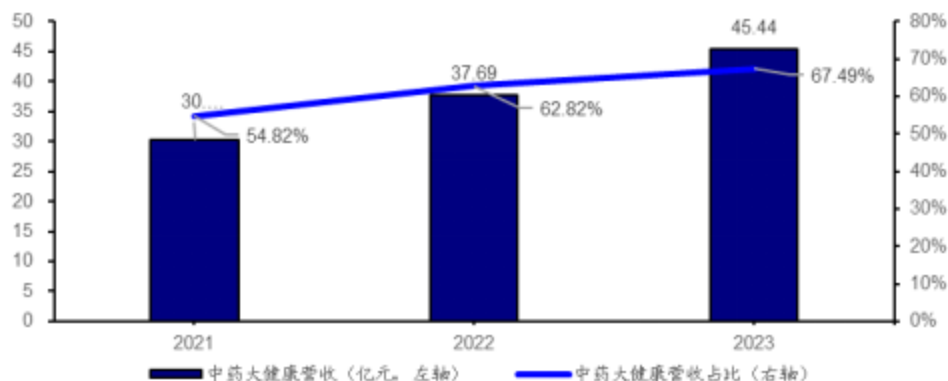


资料来源：同花顺，HTI

优化结构拓市场，核心业务稳健增长。2023 年中药大健康业务实现营收 45.44 亿元，较上一年增长 16.13%，占公司总营收比重 67.49%，占比逐年上升。分业务板块来看，2023 年公司对业务板块重新进行了划分，现以全品类中药产品（中成药、中药材与中药饮片、中药保健品、中药提取物）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，这样更能将公司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，进一步提高中药大健康产品在收入

结构中的比重。2023 年全品类中药业务实现营收 36.25 亿元 (+16.60%)，其中，包括中药 OTC 及中药处方药的中成药业务实现营收 27.17 亿元 (+13.45%)，中药材与中药饮片实现营收 8.51 亿元 (+26.79%)；中药保健品及中药提取物业务实现营收 0.57 亿元 (+32.94%)；特色化学药业务实现收入 23.91 亿元 (+2.98%)；特色健康消费品业务实现收入 5.80 亿元 (+21.28%)。

图8 2021-2023 年公司中药大健康营收及占比



资料来源：公司 2022 年、2023 年年报，HTI

公司毛利率波动较大，随着业务结构的优化调整稳定，毛利率有望维持稳定。公司 2014-2019 年毛利率波动较大，主要系公司不断并入新业务的影响，2019-2020 年受贵州拜特核心产品丹参川芎嗪注射液销量下滑的影响，公司毛利率也不断下滑，2022 年由于转让珍视明药业 42% 股权导致健康消费品板块毛利率下降，同时低毛利率中药饮片业务收入占比提升进一步影响了整体的毛利率。我们认为随着公司非核心业务逐步出清，业务结构持续向中药大健康业务优化，公司的毛利率有望稳中有升。

减利因素逐步消化，盈利能力步入稳定阶段。2019 年贵州拜特核心产品丹参川芎嗪注射液销量下滑导致公司扣非净利率大幅下降；2020 年被纳入国有控股体系后，公司加快对内部低效、无效资产的处置；同时随着国家集采的推进及医保控费导致的降价倒逼企业销售模式转型，公司内部也进一步加强成本和费用管理。2023 年公司扣非净利率为 8.32%，同比增加 0.27pcts。

图9 2014-2023 年公司毛利率及扣非净利率变化

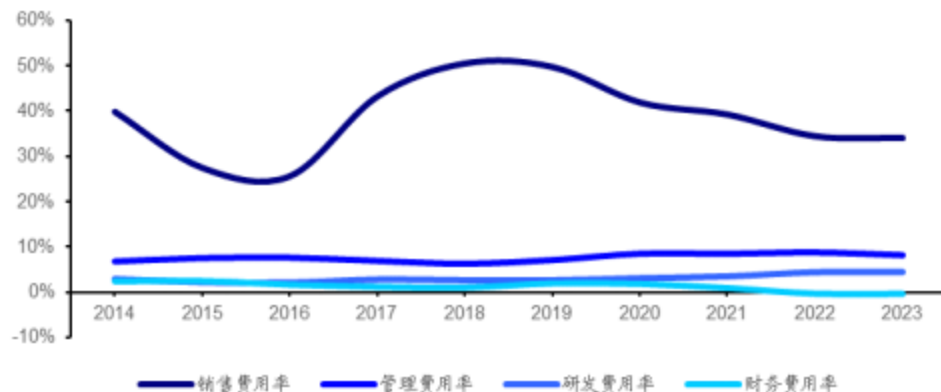


资料来源：同花顺，公司 2023 年年报，HTI

销售费用率逐年下降，研发费用率逐年提升，轻研发重销售模式逐步转变。过去公司轻研发重销售，销售费用率偏高，2018 年销售费用率甚至超过 50%。集采的推进、医保控费导致的降价等倒逼销售模式转型，公司持续推进专业化学术推广转型，销售费用率一路下降到了 2023 年的 33.96%。公司表示将继续创新营销模式，通过专业化学术推广、数字化转型、营销体系优化，引导销售费用结构性改革，推动公司销售费用率进一步下降。研发投入方面，浙江省国资委对企业的研发费用率投入有较高的要求，无论是

企业内部推行的期权激励还是对公司的业绩规划指引，都将研发费用率作为一个很重要的考核指标；并且这几年公司在原有基础的药品上不断提升研发力度、加大产品二次开发，公司的研发投入已经呈现了逐年上升的趋势，2023 年研发费用率达 4.43%，相较 2021 年提升近 1 个百分点。此外，公司近年来不断清理无效资产回笼资金，改善资产负债率，综合融资成本下降，利息费用减少，财务费用率从过去的 2% 左右到 2023 年的 -0.28%。

图10 2014-2023 年公司期间费用率变化



资料来源：同花顺，公司 2023 年年报，HTI

不断加大产品二次开发、提升研发力度。2023 年公司整体研发投入 3.12 亿元，同比增长 18.80%，占制造业收入比重 5.29%。截至 2023 年年底，公司及其子公司开展各类在研项目累计达 200 项，其中创新药及改良型新药项目占比 6%，化学仿制药项目占比 42%，中药二次开发项目占比 29%，循证医学项目占比 16%。其中新立项 57 个，中药创新药申报受理中药 2.1 类改良型创新药清喉咽含片药品注册，获批中药 1.2 类新药洋常春藤叶提取物及口服液临床批件；特色化学药领域获得利培酮口服溶液药品注册批件，注射用阿奇霉素、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠一致性评价批件，吸入用吡非尼酮溶液的临床批件共计 20 项。

随着国家对中医药传承创新支持政策的不断加强和落实，近几年来公司把创新驱动发展作为重要的战略，2018 年推出的科技创新驱动发展工程已经取得良好成效。公司在中药创新药研发方面，一是加大研发投入，布局产品创新管线，公司引进的黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片于 2022 年获批上市，并于 2023 年 12 月顺利进入医保目录；此外公司不断推进临床研究及医院制剂的开发等。二是产学研联动，助推成果转化。联合省内有关创新主体做好中医药创新发展联合体建设，推动形成中医药创新集群。

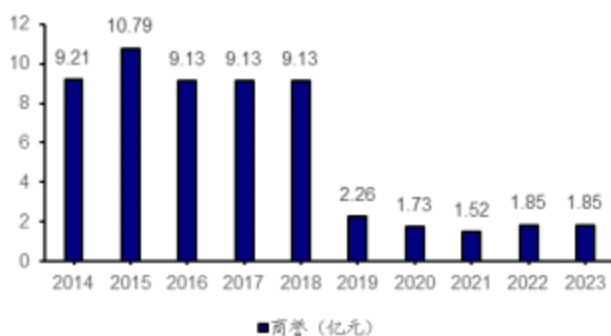
表 4 2023 年公司主要研发项目投入

研发项目	研发投入金额 (万元)	研发投入占营业收入比例 (%)	本期金额较上年同期变动比例 (%)	情况说明
清喉咽含片	1646.94	0.24	/	新引进研发项目
黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片	1167.22	0.17	-82.85	报告期内无资本化投入
洋常春藤叶提取物及口服液产品开发	634.80	0.09	41.17	
EVT-401	875.39	0.13	208.42	
FTA003	507.81	0.08	305.07	
ZY13 项目	407.21	0.06	/	新立项目
银杏叶的二次开发	1204.74	0.18	46.08	
复方鱼腥草合剂二次开发	921.78	0.14	-4.40	
肠炎宁的二次开发	1969.34	0.29	12.76	
普乐安的二次开发	246.31	0.04	-18.70	
药品一致性评价	252.01	0.04	-39.85	

资料来源：公司 2023 年年报，HTI

风险因素基本出清，盈利质量不断提升。一方面，公司商誉资产大幅度降低，由 2018 年的 9.13 亿降至 2023 年的 1.85 亿，现有商誉资产主要是收购内蒙古康恩贝股权时形成，该公司品种“至心研”麝香通心滴丸近年来销售状况良好，我们判断后续减值风险较低。经过近几年对低效无效资产的处置以及充分计提资产减值准备，我们认为公司已基本消化了历年来的不利因素，实现了消冗余、降成本。2022 年公司计提资产减值准备金额同比 2021 年下降 80%，净资产收益率有所提升。另一方面随着内部提质增效工作的进一步推进，近年来经营性现金流与扣非净利润匹配程度不断提高，盈利质量不断提升。

图 11 2014-2023 年公司商誉变化



资料来源：同花顺，公司 2023 年年报，HTI

图 12 2014-2023 年公司经营活动现金流及扣非归母净利润



资料来源：同花顺，公司 2023 年年报，HTI

2. 一体两翼产品业务定位，品牌森林策略效果显著

公司以全品类中药产品（中成药、中药材与中药饮片、中药保健品、中药提取物）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，产品主要覆盖消化代谢、心脑血管、泌尿系统、呼吸系统、抗感染和肌肉骨骼系统等治疗领域。2017 年，公司大品牌大品种工程正式启动，目前已培育形成了康恩贝肠炎宁、金笛、前列康、至心研、天保宁、金奥康、金康速力等多个著名品牌及其系列产品。2023 年公司过亿品种 17 个，较上年增加 2 个，合计实现收入占公司总营收比重 68.6%。

表 5 公司产品主要覆盖消化代谢、心脑血管、泌尿系统、呼吸系统等治疗领域

细分领域	主要治疗领域	药（产）品名称	处方药	中药保护品种	国家基药目录	国家医保目录	省级医保目录
中药	消化道及代谢	肠炎宁片	双跨	否	否	是	是
中药	泌尿系统	普乐安片普乐安胶囊	双跨	否	是	是	是
中药	呼吸系统	复方鱼腥草合剂	否	否	否	否	是
中药	心血管	银杏叶片银杏叶胶囊	是	否	是	是	是
中药	心血管	麝香通心滴丸	是	是	否	是	是
化学制剂	泌尿系统	盐酸坦索罗辛缓释胶囊	是	否	是	是	是
化学制剂	呼吸系统	汉防己甲素片	是	否	否	是	是
化学制剂	呼吸系统	乙酰半胱氨酸泡腾片	是	否	否	是	是
化学制剂	消化道及代谢	奥美拉唑肠溶胶囊	双跨	否	是	是	是

资料来源：公司 2023 年年报，HTI

2.1 全品类中药：持续加大品牌建设，挖掘大品种优势

公司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。其中中成药板块包括中药 OTC 及中药处方药业务，中药 OTC 业务以消化、呼吸和泌尿系统用药为主，重点产品包括“康恩贝”肠炎宁系列、“金笛”复方鱼腥草系列和“前列康”普乐安系列等；中药处方药业务以心脑血管和泌尿系统等老年慢病用药为主，重点产品包括“天保宁”银杏叶系列、“至心研”麝香通心滴丸和“金前列康”黄茛胶囊等。中药材与中药饮片板块主要包括医院终端饮片和药材调拨业务，经营品种数量 800 余种，重点产品包括黄芪、党参、当归和浙贝母等。中药保健品板块主要包括中药保健品和其它中药健康产品业务，重点产品包括灵芝孢子粉、铁皮枫斗等。中药提取物板块主要包括银杏叶提取物等相关业务。2023 年全品类中药业务实现营收 36.25 亿元，收入占比为 54.50%。

2.1.1 中药非处方药：以品牌产品营销模式为主，充分发挥渠道优势

公司中药非处方药业务以消化、呼吸和泌尿系统用药为主，主要包括康恩贝肠炎宁、金笛复方鱼腥草、前列康普安乐片等知名品牌产品。

- 在渠道推广方面：公司一方面通过与连锁零售药店、商业流通企业的合作，对前列康、金奥康、肠炎宁、金笛等品牌产品加强建设新零售体系，开拓新市场并取得一定市场规模。另一方面，随着互联网、大数据等数字经济的发展，公司线上与“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。
- 在品牌营销方面：公司通过持续推进大品牌大品种工程，聚焦重点产品拓展，其中“康恩贝”牌肠炎宁系列产品为国内零售肠道用药市场排名第一的龙头产品，公司也已连续四年在中国非处方药生产企业综合排名位列 TOP10 内。
- 在产品价格方面：公司对品牌 OTC 产品制定了提价策略，一是产品力较强、有比较广泛的消费者群体；二是品牌优势突出，市场认知度高；三是产品原来的基础价格不高且产品质量过硬，也属大众可普遍接受的水平。公司将继续视成本 and 市场需求情况对品牌 OTC 产品作价格调整。

表 6 2023 年中国非处方药生产企业 Top10

排名	企业名称
1	华润三九医药股份有限公司
2	太极集团有限公司
3	修正药业集团股份有限公司
4	赫力昂（中国）有限公司
5	石家庄以岭药业股份有限公司
6	科赴中国
7	云南白药集团股份有限公司
8	浙江康恩贝制药股份有限公司
9	仁和（集团）发展有限公司
10	天士力医药集团股份有限公司

资料来源：中国非处方药协会，HTI

◇ “康恩贝”肠炎宁系列：中药类胃肠道用药 top 产品，新场景新渠道拓展有望带来新增量

根据头豹研究院测算，2024 年肠胃疾病用药行业市场规模为 633.2 亿元，近年来处于平稳增长阶段。“康恩贝”牌肠炎宁是双跨品种的中药类胃肠道用药，主要用于急慢性胃肠炎、腹泻、小儿消化不良等症状，对肠胃还有相应调理作用。根据中国非处方药物协会统计数据显示，2023 年“康恩贝”牌肠炎宁位列中国非处方药中成药肠道类 TOP1。基于这个产品有很好的临床价值，公司对肠炎宁系列产品做了二次开发，推出的肠炎宁颗粒在 2022 年实现了近 90% 的销售收入增长，全年肠炎宁系列产品（肠炎宁片剂+颗粒剂）销售收入首次超过 10 亿元。通过加大品牌建设、优化购药途径、提升消费者对品牌的认知度，2023 年肠炎宁系列实现销售收入近 13 亿元，同比增长 28%。

表 7 2023 年度中国非处方药产品中成药肠道类 TOP5

排名	商品名（商标名）	药品通用名	企业名称
1	康恩贝	肠炎宁片/颗粒	浙江康恩贝制药股份有限公司
2	葫芦娃、葫芦娃	肠炎宁胶囊/颗粒	海南葫芦娃药业集团股份有限公司
3	摩美得	肠炎宁丸	陕西摩美得气血和制药有限公司
4	999	补脾益肠丸	华润三九医药股份有限公司
5	万通	胃肠宁片	吉林万通药业集团梅河药业股份有限公司

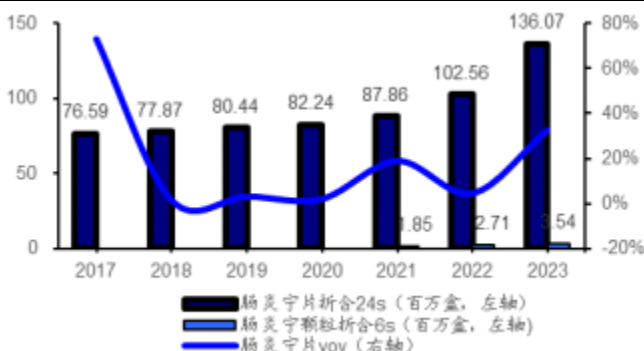
资料来源：中国非处方药协会，HTI

图13 2017-2024E 中国肠胃用药市场规模



资料来源：头豹研究所，HTI

图14 2017-2023 年公司肠炎宁系列销量



资料来源：同花顺，公司 2023 年年报，HTI

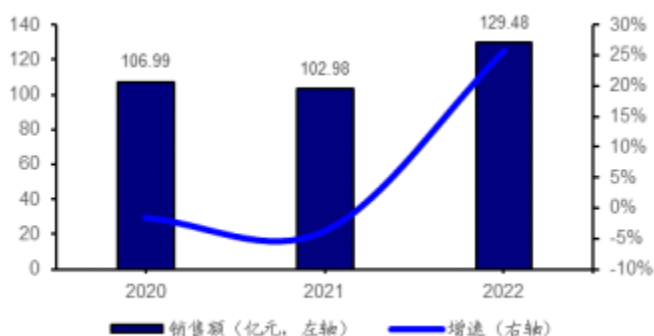
近几年公司通过不断开发产品应用场景、拓宽市场销售渠道等，肠炎宁系列取得新突破。学术推广方面，公司在医学线加大投入，加强与医院合作产品课题研究、公益项目合作，加快肠炎宁二次开发，如聚焦“肠炎宁修复肠粘膜，肠息肉术后修复首选”定位，推广肠炎宁用于肠息肉内镜下切除术后患者临床处方，以及基于“肠炎宁颗粒治疗功能性腹泻和腹泻型肠易激综合征（IBS）的临床疗效评价”课题结论，推广肠炎宁用于治疗“肠功能紊乱”适应症，增加等级医院消化科、内科以及社区患者流量。渠道拓展方面，公司会继续与“美团”、“饿了么”等第三方平台合作，实现线上新增长，开展“旅行带上肠炎宁一路好安宁”的互动营销活动，提升品牌影响力。

◇ “金笛”复方鱼腥草系列：清热解毒类中成药市场广阔，金笛品牌认可度高

根据米内网数据，呼吸系统中成药 2022 是实体药店中成药市场销售额、增速“双第一”品类，清热解毒中成药作为呼吸系统疾病中成药细分类别之一，在 2022 年销售额近 130 亿元，同比增长 25.47%。

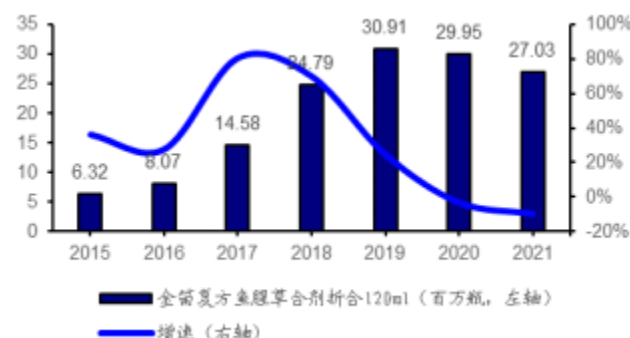
“金笛”牌复方鱼腥草合剂主要作用是清热解毒，适用于咽喉疼痛、急性咽炎、扁桃腺炎等症状，主要成分为鱼腥草、黄芩、板蓝根、连翘、金银花等常见的中药材。自上市以来，其疗效受到多方认可，连续多年入选“中国医药·品牌榜”新锐品牌，被评为首批“浙产名药”和“浙江精品制造”，并被列入浙江省医药重点储备品种，位列 2022 年中国城市实体药店终端清热解毒中成药品牌 TOP4。在温病发作初期，复方鱼腥草合剂能达到最佳的效果，在防控关键时期金笛复方鱼腥草合剂被纳入多部有关防控的官方指南，品牌知名度进一步提升。2022 年公司针对儿童中成药市场推出 6 支装小金笛，进一步拓展产品市场。公司将持续推动复方鱼腥草合剂的二次开发，进行上市后临床研究。此外，公司针对金笛系列产品品类拓展的需求，积极筹划推进“金笛”牌护喉系列产品的开发上市，从非处方药市场向健康消费品市场进行拓展。

图15 中国城市实体药店终端清热解毒中成药销售额



资料来源：米内网，HTI

图16 2015-2021 年公司金笛复方鱼腥草合剂销量



资料来源：同花顺，HTI

表 8 2022 年中国城市实体药店终端清热解毒中成药品牌 TOP5

排名	产品名称	企业简称	增长率
1	蓝芩口服液	扬子江药业集团	16.81%
2	蒲地蓝消炎口服液	济川药业集团	19.09%
3	板蓝根颗粒	白云山和记黄埔中药	27.09%
4	复方鱼腥草合剂	浙江康恩贝中药	60.60%
5	银黄滴丸	浙江维康药业	15.31%

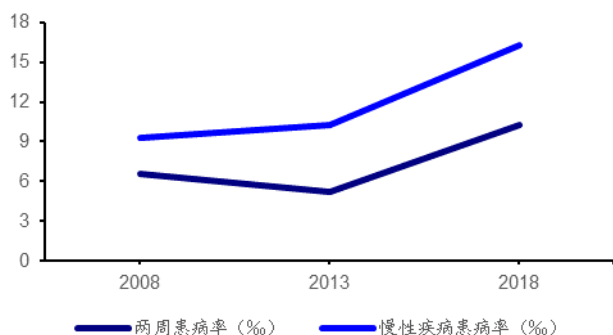
资料来源：米内网，HTI

◇ “前列康”普乐安系列：前列腺用药品类优势品牌，中药系列产品丰富

根据《2022 中国卫生健康统计年鉴》，中国泌尿生殖系统疾病两周患病率及慢性疾病患病率由 2008 年的 6.6%、9.3% 上升至 2018 年的 10.3% 和 16.3%。随着市场需求增长，我国泌尿系统类药物市场销售额相应地呈现上升趋势，根据米内网显示，2020 年我国泌尿系统感染药物的市场规模（中国公立医疗机构终端+中国城市实体药店终端，下同）仍接近百亿元，复合增长率超过 5%。在泌尿系统感染用药市场方面，中成药占比达五成以上。公司治疗前列腺疾病产品有中药系列和化药系列，其中“前列康”牌普乐安片是国内首创，用植物药花粉治疗前列腺增生、炎症的植物药，展现了公司在植物源中药领域独特的优势。该产品针对前列腺疾病提供了安全且有效的治疗方案，位列 2016-2020 年中国城市实体药店终端泌尿系统感染中成药主要品牌市场份额 TOP4。

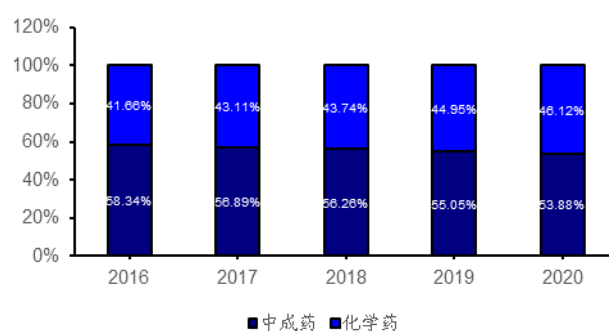
前列康普乐安片从 2019 年至 2021 年间共经历过五个调价周期，价格平均调增 30% 左右。近年来公司通过品牌推广，将前列康系列定位逐渐从疾病治疗性逐步走向自我保健性，市场空间进一步扩大，且多年临床验证和众多荣誉证明了其在前列腺治疗领域的领先地位。

图17 中国泌尿生殖系统疾病两周患病率及慢性疾病患病率



资料来源：2022 中国卫生健康统计年鉴，HTI

图18 2016-2020 年中国医药终端泌尿系统感染销售额占比



资料来源：米内网，HTI

表 9 2016-2020 年中国城市实体药店终端泌尿系统感染中成药主要品牌

排名	产品名称	企业	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
1	三金片	桂林三金药业股份有限公司	24.73%	23.31%	21.64%	21.30%	21.40%
2	银花泌炎灵片	吉林华康药业股份有限公司	11.41%	12.82%	13.89%	15.32%	15.51%
3	前列舒通胶囊	保定天浩制药有限公司	6.02%	5.53%	6.24%	6.62%	6.70%
4	普乐安片	浙江康恩贝制药有限公司	5.02%	4.65%	4.19%	4.56%	5.86%
5	复方石韦胶囊	陕西步长高新制药有限公司	1.81%	2.63%	3.56%	3.29%	3.22%

资料来源：米内网，海通证券研究

2.1.2 中药处方药：创新研发、学术推广双引擎驱动增长

公司中药处方药业务以心脑血管和泌尿系统等老年慢病用药为主，重点产品包括“天保宁”银杏叶系列、“至心研”麝香通心滴丸和“金前列康”黄莪胶囊等。

- 在学术推广方面，公司经过数十年的积累，形成了数支具有专业化学术推广能力的临床业务团队。如“至心研”麝香通心滴丸目前已列入 20 部心血管指南和专家共识推荐用药，也是国内首个具有改善冠脉血流速度影像学证据的心血管中成药。公司会不断加大中药大品种的循证研究和质量提升，加大临床推广，为公司处方药业务不断产生新的增量。此外，公司中药处方药产品都具有长期的临床应用基础和良好功效，公司会积极做好这些产品进新版基药目录的准备工作。

- 在二次开发和研发方面，公司在中药处方药核心治疗领域布局了众多有着独特临床和市场价值的中药植物药品种，随着《“十四五”中医药发展规划》等相关利好中医药的政策逐步落地，公司会继续加大中药大健康领域的研发投入力度。黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片取得生产批件后，于 2023 年经谈判被纳入国家医保目录。在创新中药领域，2023 年省内首个中药改良型新药——清喉咽含片的注册申请获受理，并获批中药 1.2 类新药临床批件——洋常春藤叶提取物及口服液。

2.2 特色化学药：聚焦中老年慢病，学术推广针对性强

公司特色化学药板块主要包括特色化学药制剂及原料药业务。其中特色化学药制剂业务以慢阻肺抗肺纤维化、抗风湿疼痛及神经退行性疾病等中老年慢病用药为主，重点产品包括“金艾康”汉防己甲素片、“金康速力”乙酰半胱氨酸系列及“金康灵力”氢溴酸加兰他敏片等。特色原料药业务以抗生素原料药为主，重点产品包括阿米卡星、大观霉素、阿奇霉素及克拉霉素等。

2023 年特色化学药业务实现营收 23.91 亿元，同比增长 2.98%。其中化学药制剂实现营收 17.67 亿元，同比增长 2.92%；原料药和兽药制剂实现营收 6.24 亿元，同比增长 3.18%。主要产品中，“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片随着国家对慢病管理的日益重视，聚焦慢阻肺市场，产品品牌认知度和用户粘性不断提升，销售收入同比增长 16%；“金康灵力”牌氢溴酸加兰他敏片作为重点培育产品，通过持续针对性的学术推广，临床效果逐渐被专家和患者认可，销售收入同比增长 55%。

2.3 特色健康消费品：有序推进产品迭代升级，加快产品开发和推广

在聚焦发展中药大健康时，公司于 2020 年 7 月将新零售事业部和大健康事业部合并为健康消费品事业部，并于 2022 年出售了子公司珍视明药业。目前特色健康消费品以营养补充剂等线上业务为主，产品种类包括保健及功能性食品等，重点产品有“康恩贝”维 C 系列、蛋白粉系列、“贝贝”儿童系列及“Conbiuty”女性口服美容系列产品等。2023 年特色健康消费品业务实现营收 5.80 亿元，同比增长 21.28%。其中康恩贝牌健康产品通过有序推进产品的迭代升级，加快新品牌新产品开发和重点产品的推广，销售收入继续保持稳定增长，同比增长 23%。

- 产品开发方面：在改善和优化内部产品的基础上，外延整合外部相关的产品资源，丰富公司的健康产品体系，同时为客户提供专业的营养保健解决方案以提升品牌价值及溢价空间。
- 渠道推广方面：与国内各大医药电商平台及互联网医药合作，探索线上及线下融合的新零售模式，拓展电商、O2O 等新渠道。公司下属健康科技公司在天猫、京东、抖音等电商平台开设“康恩贝”品牌旗舰店，以 B2C 模式销售“康恩贝”品牌系列保健产品。同时，公司与阿里健康、平安好医生等药品新零售平台建立了合作关系，开展相关新零售业务。

表 10 2022 年中国健康产品生产企业 TOP5

排名	企业名称
1	上海市药材有限公司
2	仁和（集团）发展有限公司
3	欧姆龙健康医疗（中国）有限公司
4	浙江康恩贝制药股份有限公司
5	北京同仁堂健康药业股份有限公司

资料来源：中国非处方药协会，HTI

3. 盈利预测

我们对公司的关键业务拆分的假设如下：

1) 全品类中药：公司的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：

- 中成药板块包括中药 OTC 及中药处方药业务，其中中药 OTC 业务以消化、呼吸和泌尿系统用药为主，我们认为“康恩贝”肠炎宁系列产品收入规模稳定，“金笛”复方鱼腥草系列产品和“前列康”普乐安系列在大品牌、大品种工程推进下有望持续拓展市场；中药处方药业务以心脑血管和泌尿系统等老年慢病用药为主，公司在该领域积极进行学术推广和核心品种二次开发，我们预计伴随老龄化进程该领域亦有增量市场。我们预计中药业务 2024-2026 年收入 CAGR 为 8%。
- 中药材与中药饮片板块主要包括医院终端饮片和药材调拨业务，经营品种数量 800 余种，重点产品包括黄芪、党参、当归和浙贝母等。我们认为该业务在市场、渠道方面还有很大的扩展空间，我们预计中药材与中药饮片 2024-2026 年收入增速分别为 33%、20%、18%。
- 中药保健品板块主要包括中药保健品和其它中药健康产品业务，重点产品包括寿星补汁、灵芝孢子粉、铁皮枫斗等。中药提取物板块主要包括银杏叶提取物等相关业务。目前这两个板块业务基数不大，我们预计 2024-2026 年收入 CAGR 为 20%。

综上，我们预计全品类中药业务 2024-2026 年营业收入增速分别为 14.1%、11.5%、11.2%。

2) 特色化学药：公司的特色化学药板块主要包括特色化学药制剂及原料药业务，其中特色化学药制剂业务以慢阻肺抗肺纤维化、抗风湿疼痛及神经退行性疾病等中老年慢病用药为主，特色原料药业务以抗生素原料药为主，公司在这两个领域实现了从种植、研发、生产到销售的全产业链覆盖。公司积极开展具有临床治疗价值的大品牌大品种产品市场准入能力提升行动，重点开展麝香通心滴丸、汉防己甲素片等品种新版基本药物目录准入相关工作，加大循证医学证据研究和学术化专业推广，为拓展增量市场打开通路，我们预计公司特色化学药业务 2024-2026 年收入 CAGR 为 9.5%。

3) 特色健康消费品：公司的特色健康消费品板块以营养补充剂等线上业务为主，产品种类包括保健及功能性食品等，公司通过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，我们预计公司特色健康消费品业务 2024-2026 年收入 CAGR 为 20%。

表 11 康恩贝收入分项

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
总表	营业收入（百万元）	6000.44	6732.80	7533.08	8420.75	9407.23
	增速（%）	-2.4%	12.2%	11.9%	11.8%	11.7%
	营业成本（百万元）	2442.45	2795.60	3078.98	3452.77	3857.55
	毛利率（%）	59.3%	58.5%	59.1%	59.0%	59.0%
全品类中药	营业收入（百万元）	3109.28	3625.42	4135.09	4609.98	5124.50
	增速（%）		16.6%	14.1%	11.5%	11.2%
	毛利率（%）	59.36%	59.1%	59.24%	59.18%	59.2%
	中成药营业收入（百万元）	2394.89	2717.00	2934.36	3169.11	3422.64
	增速（%）		13.5%	8.0%	8.0%	8.0%
	中药材及中药饮片营业收入（百万元）	671.19	851.00	1131.83	1358.20	1602.67
	增速（%）		26.8%	33.0%	20.0%	18.0%
	中药保健品及中药提取物营业收入（百万元）	42.88	57.00	85.50	128.25	192.38
	增速（%）		32.9%	50.0%	50.0%	50.0%
	中药其他营业收入（百万元）		0.42	0.50	0.60	0.70
特色化学药	营业收入（百万元）	2321.81	2391.00	2617.62	2865.90	3137.94
	增速（%）		3.0%	9.5%	9.5%	9.5%
	毛利率（%）	61.98%	60.0%	61.00%	60.50%	60.7%
	化学制剂营业收入（百万元）	1716.87	1767.00	1943.70	2138.07	2351.88
	增速（%）		2.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	原料药+兽药制剂营业收入（百万元）	604.77	624.00	673.92	727.83	786.06
特色健康消费品	营业收入（百万元）	478.36	580.16	696.19	835.43	1002.51
	增速（%）		21.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率（%）	50.23%	53.5%	54.00%	54.50%	54.8%
其他	营业收入（百万元）	36.62	56.12	84.19	109.44	142.27
	增速（%）		53.3%	50.0%	30.0%	30.0%
	毛利率（%）	21.36%	54.5%	37.91%	46.19%	42.0%

资料来源：wind，HTI

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 7.47 亿元、8.37 亿元、9.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.29 元、0.33 元、0.37 元。公司通过“瘦身强体”行动优化资产、提质增效，在大品牌大品种工程拉动下稳定增长。参考可比公司，我们给予公司 2024 年 25X PE，对应目标价 7.27 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 12 可比公司估值

代码	简称	收盘价（元）		每股收益（元）		市盈率（X）		
		2024/5/24	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
000538.SZ	云南白药	53.92	2.29	2.55	2.79	24	21	19
600329.SH	达仁堂	35.16	1.28	1.54	1.86	27	23	19
600750.SH	江中药业	26.08	1.12	1.30	1.49	23	20	18
均值						25	21	19

资料来源：wind，HTI 注：收盘价为 2024 年 5 月 24 日价格，EPS 为 wind 一致预期

4. 风险提示

行业政策变化的风险，研发创新的风险，原材料的价格波动风险，市场竞争加剧的风险。

公司是一家以现代中药和植物药为核心业务的制药企业集团，经过三十多年的发展，已成为中国中药十强，浙江制药工业龙头企业。多年来，公司通过实施以用户为中心的全产业链经营，努力为用户全面构筑安全、绿色的质量屏障。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，并以国家级企业技术中心、国家级博士后科研工作站、国家创新型示范企业、院士工作站等技术平台为依托，实施创新驱动。康恩贝、前列康、天保宁、金奥康、阿乐欣、珍视明等品牌和产品在市场上已经赢得了良好的美誉度，成为细分领域的优势品牌。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
浙江省中医药健康产业集团有限公司	20.8500
康恩贝集团有限公司	8.5100
胡季强	5.2000
招商银行股份有限公司-兴业兴睿两年持有期混合型证券投资基金	2.3300
科威特政府投资局-自有资金	1.5500
浙江大华投资发展有限公司	1.5000
蔡辉庭	1.0100
陈丽君	0.9300
招商银行股份有限公司-安信医药健康主题股票型发起式证券投资基金	0.7900
香港中央结算有限公司(陆股通)	0.6100
合 计	43.2800

财务报表分析和预测

主要财务指标					利润表（百万元）				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
每股指标（元）					营业收入				
每股收益	0.23	0.29	0.33	0.37	营业成本	6733	7533	8421	9407
每股净资产	2.74	2.82	2.97	3.14	毛利率%	2796	3079	3453	3858
每股经营现金流	0.35	0.39	0.45	0.50	毛利率%	58.5%	59.1%	59.0%	59.0%
每股股利	0.20	0.19	0.21	0.20	营业税金及附加	85	94	105	118
价值评估（倍）					营业税金率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
P/E	22.68	17.96	16.03	14.03	营业费用	2287	2531	2813	3123
P/B	1.91	1.85	1.76	1.66	营业费用率%	34.0%	33.6%	33.4%	33.2%
P/S	1.99	1.78	1.59	1.43	管理费用	546	610	682	762
EV/EBITDA	10.06	9.25	8.11	6.97	管理费用率%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
股息率%	3.9%	3.8%	4.2%	3.9%	EBIT	804	967	1086	1239
盈利能力指标（%）					财务费用	-19	-32	-33	-39
毛利率	58.5%	59.1%	59.0%	59.0%	财务费用率%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
净利率	8.8%	9.9%	9.9%	10.2%	资产减值损失	-58	-50	-50	-50
净资产收益率	8.4%	10.3%	11.0%	11.8%	投资收益	82	38	42	47
资产回报率	5.3%	6.4%	6.7%	7.1%	营业利润	788	1012	1132	1292
投资回报率	8.4%	9.5%	10.1%	10.8%	营业外收支	-21	-14	-14	-14
盈利增长（%）					利润总额	768	999	1119	1278
营业收入增长率	12.2%	11.9%	11.8%	11.7%	EBITDA	1137	1278	1418	1593
EBIT 增长率	6.1%	20.2%	12.3%	14.1%	所得税	93	150	168	192
净利润增长率	65.2%	26.3%	12.0%	14.3%	有效所得税率%	12.1%	15.0%	15.0%	15.0%
偿债能力指标					少数股东损益	83	102	114	130
资产负债率	34.6%	34.8%	35.1%	35.0%	归属母公司所有者净利润	592	747	837	956
流动比率	1.82	1.85	1.89	1.96	资产负债表（百万元）				
速动比率	1.38	1.39	1.42	1.48		2023	2024E	2025E	2026E
现金比率	0.81	0.78	0.80	0.84	货币资金	2570	2624	2942	3340
经营效率指标					应收账款及应收票据	1109	1226	1376	1535
应收账款周转天数	55.13	55.79	55.62	55.70	存货	1333	1453	1635	1824
存货周转天数	158.45	162.85	160.96	161.41	其它流动资产	764	937	1029	1136
总资产周转率	0.61	0.66	0.69	0.72	流动资产合计	5775	6239	6982	7836
固定资产周转率	2.51	2.61	2.78	3.00	长期股权投资	1522	1522	1522	1522
现金流量表（百万元）					固定资产	2807	2963	3089	3186
	2023	2024E	2025E	2026E	在建工程	238	191	153	122
净利润	592	747	837	956	无形资产	355	335	315	295
少数股东损益	83	102	114	130	非流动资产合计	5463	5498	5566	5612
非现金支出	392	361	383	404	资产总计	11238	11737	12548	13448
非经营收益	-37	-13	-51	-61	短期借款	648	648	648	648
营运资金变动	-131	-202	-115	-142	应付票据及应付账款	820	892	1003	1119
经营活动现金流	899	995	1167	1287	预收账款	0	0	0	0
资产	-113	-376	-371	-366	其它流动负债	1705	1836	2035	2232
投资	-155	0	0	0	流动负债合计	3173	3376	3686	3999
其他	-22	66	42	47	长期借款	305	305	305	305
投资活动现金流	-289	-310	-329	-319	其它长期负债	411	408	408	408
债权募资	45	-4	0	0	非流动负债合计	716	713	713	713
股权募资	0	-150	0	0	负债总计	3889	4089	4399	4712
其他	-764	-476	-519	-569	实收资本	2570	2570	2570	2570
融资活动现金流	-719	-631	-519	-569	归属于母公司所有者权益	7041	7238	7624	8081
现金净流量	-107	54	319	398	少数股东权益	309	410	525	655
					负债和所有者权益合计	11238	11737	12548	13448

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 24 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2023），HTI

APPENDIX 1**Summary**

Investment Highlights: State-owned enterprise reform shows results, with Zhejiang CONBA Pharmaceutical entering a stable growth phase. Since the reform, the company has focused on traditional Chinese medicine and health, streamlining assets and integrating businesses to upgrade and innovate within the industry. In 2023, revenue reached RMB 6.73 billion (+12.20%), with recurring NPATs at RMB 0.55 billion (+14.60%). We believe the company has minimized profit risk and stabilized its core profit-generating business.

Zhejiang CONBA Pharmaceutical strengthens existing brands and fosters new ones, adhering to a 'one core, two wings' product strategy. In 2023, the company had 17 product series generating over RMB 100 million each, contributing RMB 4.62 billion (+12.93%) to total revenue. The company aims to solidify its product matrix, with two brands targeting RMB 0.5-1 billion in sales and 5-6 products aiming for RMB 0.2-0.5 billion each.

The company is enhancing internal efficiency and seeking strategic acquisitions to grow. It will continue to divest non-performing assets, focus on innovation, and strengthen its R&D platform.

Earnings Forecast: We project net profit attributable to shareholders for 2024-2026 to be RMB 0.75 billion, RMB 0.84 billion, and RMB 0.96 billion, respectively. With a leaner, more efficient operation and strong brand-driven growth, we give a 2024 target price of RMB 7.27 and initiate with an "Outperform" rating.

Risk Warning: Risks include industry policy changes, R&D innovation, raw material price fluctuations, and increased market competition.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL), Haitong Securities India Private Limited (HSIPL), Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，余文心，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Wenxin Yu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，孟科含，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kehan Meng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and/or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 600036.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 600036.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 600036.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

600036.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600036.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

香港华润(集团)有限公司上海代表处，600535.CH 及 600036.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

香港华润(集团)有限公司上海代表处，600535.CH 和 600036.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从 600535.CH 及 600036.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 600535.CH and 600036.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

评级分布 Rating Distribution

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

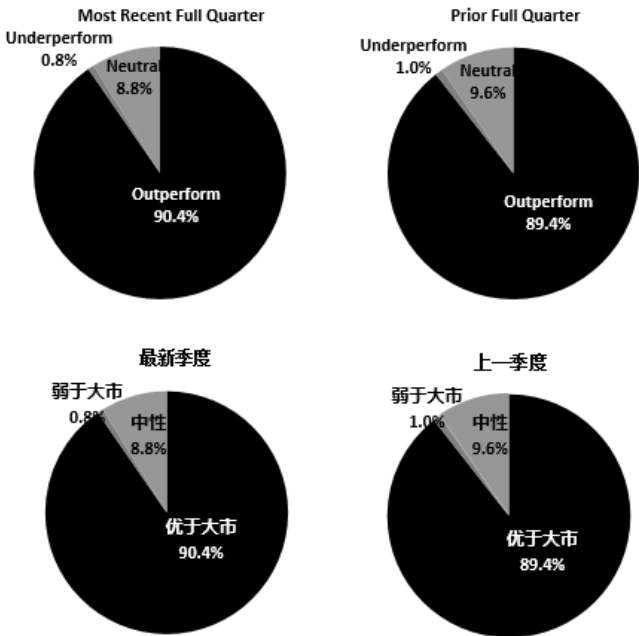
Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan - TOPIX, Korea - KOSPI, Taiwan - TAIEX, India - Nifty100, US - SP500; for all other China-concept stocks - MSCI China.



截至 2024 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会对沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of SusallWave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的特牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话（212）351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或

类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构 (根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称 “ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G]. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Zhejiang CONBA Pharmaceutical - 600572 CH



