

评级： 买入

王斌
 首席分析师
 SAC 执证编号：S0110522030002
 wangbin3@sczq.com.cn
 电话：86-10-81152644

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	37.40
一年内最高/最低价(元)	40.65/21.95
市盈率(当前)	74.13
市净率(当前)	1.97
总股本(亿股)	1.60
总市值(亿元)	59.84

资料来源：聚源数据

相关研究

- 康辰药业(603590.SH)点评:KC1036 临床数据符合预期，主业迎来业绩拐点
- 康辰药业(603590.SH)点评:KC1036 研发稳步推进，主业有望迎来拐点
- 康辰药业(603590.SH)2022年3季报点评:3季度收入端明显恢复，创新药研发稳步推进

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年报，2022 年实现营业收入 8.67 亿元 (+7.03%)，扣非归母净利润 0.89 亿元 (-22.00%)，同时发布 2023 年 1 季报，2023 年 1 季度实现营业收入 1.65 亿元 (+5.71%)，扣非归母净利润 0.23 亿元 (+229.85%)
- **受益于手术量恢复增长和医保支付限制解除，“苏灵”进入快速增长阶段。**2022 年公司核心产品尖吻蝾蛇血凝酶（商品名：“苏灵”）受到疫情影响，实现营业收入 5.39 亿元 (-4.53%)。本次医保续约谈判中，“苏灵”的医保支付限制被解除，同时公司通过开发空白医院，激活低活跃医院等手段持续扩大“苏灵”的市场份额。在 2023 年 1 月份国内手术需求大幅下降的背景下，“苏灵”一季度销售额同比增长 30.51%，我们未来 2-3 年“苏灵”均有望保持较快增长态势。
- **创新药临床数据符合预期，研发成果逐步兑现。**KC1036 单药治疗既往标准治疗失败的晚期食管鳞癌受试者的客观缓解率（ORR）为 29.6%，疾病控制率（DCR）为 85.2%；使用化疗单药二线治疗“既往含铂化疗失败的”食管鳞癌的研究结果显示客观缓解率（ORR）为 6%-9.8%，疾病控制率（DCR）为 34.5%-43.2%，显著高于化疗单药的历史对照值。我们认为未来 KC1036 有望在食管鳞癌治疗中占据重要临床地位。其他在研产品方面，中药创新药金草片已经进入临床 III 期研究，重组人凝血因子 VII（KC-B173）、CX1003、CX1026 均处于不同研究阶段。我们认为公司研发成果有望逐步兑现。
- **盈利预测与估值：**暂不考虑 KC1036 获批上市对于收入的贡献，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 10.78 亿元、12.88 亿元和 14.45 亿元，同比增速分别为 24.4%、19.5%和 12.1%；归母净利润分别为 1.41 亿元、1.80 亿元和 2.17 亿元，同比增速分别为 38.9%、27.5%和 20.7%，以 5 月 8 日收盘价计算，对应 PE 分别为 42.5、33.3 和 27.6 倍。考虑到公司研发管线逐步兑现，业绩呈现边际改善趋势，维持“买入”评级。
- **风险提示：**药品在全国/地方集采中降价幅度超预期；疫情反复影响产品销售；创新药研发失败。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	8.67	10.78	12.88	14.45
营收增速(%)	7.0%	24.4%	19.5%	12.1%
净利润(亿元)	1.02	1.41	1.8	2.17
净利润增速(%)	-31.4%	38.9%	27.5%	20.7%
EPS(元/股)	0.63	0.88	1.12	1.36
PE	59.0	42.5	33.3	27.6

资料来源：Wind，首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,017	1,601	1,898	2,218	经营活动现金流	120	-27	55	154
现金	345	752	841	1,007	净利润	101	141	180	217
应收账款	277	440	579	685	折旧摊销	33	31	34	37
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	2	-21	-19	-17
预付账款	11	24	27	31	投资损失	1	1	1	1
存货	37	48	53	57	营运资金变动	-36	-260	-199	-137
其他	347	294	346	380	其它	-4	57	28	20
非流动资产	2,408	2,157	2,212	2,264	投资活动现金流	-325	250	-120	-120
长期投资	70	0	0	0	资本支出	-64	-56	-90	-90
固定资产	246	280	311	339	长期投资	65	70	0	0
无形资产	813	818	823	828	其他	-486	-326	236	-30
其他	1,097	892	891	890	筹资活动现金流	-57	183	154	132
资产总计	3,425	3,758	4,110	4,482	短期借款	1	0	0	0
流动负债	173	310	490	651	长期借款	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-11	227	215	111
应付账款	48	61	71	81	现金净增加额	-262	406	90	166
其他	50	50	50	50					
非流动负债	62	91	87	80	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	62	91	87	80	营业收入	7.0%	24.4%	19.5%	12.1%
负债合计	235	401	577	731	营业利润	-26.8%	27.4%	27.3%	20.1%
少数股东权益	264	289	318	351	归属母公司净利润	-31.4%	38.9%	27.5%	20.7%
归属母公司股东权益	2,926	3,068	3,215	3,400	获利能力				
负债和股东权益	3,425	3,758	4,110	4,482	毛利率	85.4%	85.5%	85.8%	85.6%
					净利率	14.3%	15.4%	16.2%	17.3%
					ROE	3.2%	4.2%	5.1%	5.8%
					ROIC	6.4%	6.1%	7.2%	8.0%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	867	1,078	1,288	1,445	资产负债率	6.9%	7.1%	7.2%	6.9%
营业成本	126	157	183	208	净负债比率	2.2%	3.0%	2.7%	2.4%
营业税金及附加	6	13	14	15	流动比率	5.9	5.2	3.9	3.4
营业费用	423	523	618	686	速动比率	5.7	5.0	3.8	3.3
研发费用	87	116	139	152	营运能力				
管理费用	103	122	135	137	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
财务费用	-18	-21	-19	-17	应收账款周转率	3.4	3.0	2.5	2.3
资产减值损失	-5	0	0	0	应付账款周转率	2.7	2.9	2.8	2.7
公允价值变动收益	-7	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	-1	-1	-1	-1	每股收益	0.63	0.88	1.12	1.36
营业利润	141	179	228	274	每股经营现金	0.80	-0.16	0.34	0.961
营业外收入	0	10	11	10	每股净资产	18.29	19.18	20.09	21.25
营业外支出	1	1	1	1	估值比率				
利润总额	140	188	238	283	P/E	58.96	42.46	33.29	27.57
所得税	16	22	29	34	P/B	2.05	1.95	1.86	1.76
净利润	124	166	209	249					
少数股东损益	22	25	29	32					
归属母公司净利润	102	141	180	217					
EBITDA	122	198	253	304					
EPS (元)	0.63	0.88	1.12	1.36					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经验，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现