

# 苏灵恢复快速增长，创新药管线未来可期

——康辰药业 22 年报&1Q23 点评

## 核心观点

- **事件：**公司 22 全年实现收入 8.67 亿元（+7.03%）；实现归母净利润 1.01 亿元（-31.42%）。业绩短期承压主要系疫情扰动影响核心品种销售，以及期间费用有所增长。公司 23Q1 实现收入 1.65 亿元（+5.71%），实现归母净利润 2566.87 万元（-44.72%），实现扣非归母净利润 2270.94 万元（+229.85%），Q1 扣非利润端恢复显著，主要由于苏灵收入增长、投资收益及金草片转让收入等非经常性损益所致。
- **“苏灵”医保限制解除，叠加手术需求大幅增加，推动销售额重回快车道。**2022 年，医保降价后，因手术病人减少，“苏灵”以价换量目标受到影响，实现销售收入 5.39 亿元，同比-4.53%。23 年苏灵通过谈判续约，继续纳入医保目录，同时扰动因素逐步解除，第一季度苏灵销售额同比增长 30.51%。未来，公司将通过聚焦核心医院，开发空白医院，激活低活跃医院的方式，进一步扩大苏灵在止血领域的领先优势。
- **“密钙息”系防止急性骨丢失唯一有循证依据的药物，注射剂型快速放量。**密钙息在骨质疏松及急性骨丢失领域具有领军地位。2022 年，密钙息实现收入 2.95 亿元，其中注射液实现收入 1.94 亿元，同比大幅增长 423.95%；鼻喷雾剂实现收入 1.01 亿元，同比+31.46%。未来两种剂型有望继续放量，成为公司业绩新的增长点。
- **自研创新药 KC1036 临床数据读出，关注公司创新转型趋势。**KC1036 是公司拥有完全自主知识产权的多靶点药物，作用靶点组合新颖、特异性强，抗肿瘤疗效确切。截至 2022 年 12 月，在可疗效评估的 27 例晚期食管鳞癌受试者中，ORR 为 29.6%、DCR 为 85.2%，显著高于化疗单药的历史对照值。同时，公司同时开展针对胸腺癌、肺癌等的 II 期临床研究，在多个临床试验中已纳入超过 100 多例受试者。未来，KC1036 多路径并行的研发将会加快研发进程并尽早实现上市。

## 盈利预测与投资建议

- 我们维持公司 2023-2024 年每股收益分别为 0.93/1.09 元，并预测 25 年每股收益为 1.34 元。维持上一轮的估值水平为 2023 年的 46 倍，对应目标价为 42.78 元，给予买入评级。

## 风险提示

- 主要在售产品的市场竞争风险、创新药研发进度不及预期的风险、假设条件变化影响测算结果的风险、医药行业政策风险等。

## 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	810	867	1,007	1,179	1,382
同比增长(%)	0.1%	7.0%	16.2%	17.0%	17.2%
营业利润(百万元)	192	141	190	225	273
同比增长(%)	-8.5%	-26.8%	34.9%	18.3%	21.6%
归属母公司净利润(百万元)	148	101	148	175	215
同比增长(%)	-19.3%	-31.4%	45.9%	18.2%	23.0%
每股收益(元)	0.92	0.63	0.93	1.09	1.34
毛利率(%)	86.9%	85.4%	86.6%	86.9%	87.2%
净利率(%)	18.3%	11.7%	14.7%	14.8%	15.6%
净资产收益率(%)	5.0%	3.5%	4.8%	5.3%	6.2%
市盈率	36.8	53.6	36.7	31.1	25.3
市净率	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月25日）	34 元
目标价格	42.78 元
52 周最高价/最低价	39.08/21.95 元
总股本/流通 A 股（万股）	16,000/16,000
A 股市值（百万元）	5,440
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023 年 04 月 26 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-8.29	9.76	17.86	43.19
相对表现	-3.5	11.36	23.09	39.32
沪深 300	-4.79	-1.6	-5.23	3.87



## 证券分析师

刘恩阳 01066218100\*828  
liuenyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519040001  
香港证监会牌照：BSW684

## 相关报告

核心单品有望迎来反转，创新管线潜力十足：——康辰药业首次覆盖报告 2023-04-22

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	599	345	941	852	1,000	营业收入	810	867	1,007	1,179	1,382
应收票据、账款及款项融资	244	296	299	370	439	营业成本	106	126	135	154	177
预付账款	22	11	16	22	22	营业税金及附加	9	6	11	13	15
存货	47	37	59	60	66	销售费用	391	423	478	549	631
其他	35	327	200	193	251	管理费用及研发费用	190	190	236	277	321
<b>流动资产合计</b>	<b>948</b>	<b>1,017</b>	<b>1,515</b>	<b>1,497</b>	<b>1,777</b>	财务费用	(23)	(18)	(6)	(8)	(9)
长期股权投资	135	70	180	180	180	资产、信用减值损失	(0)	7	0	0	0
固定资产	261	246	258	260	258	公允价值变动收益	42	(7)	1	1	1
在建工程	127	182	190	198	192	投资净收益	(6)	(1)	10	9	5
无形资产	815	813	808	804	800	其他	19	16	25	20	20
其他	1,085	1,097	1,013	1,057	1,033	<b>营业利润</b>	<b>192</b>	<b>141</b>	<b>190</b>	<b>225</b>	<b>273</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,423</b>	<b>2,408</b>	<b>2,449</b>	<b>2,499</b>	<b>2,463</b>	营业外收入	4	1	2	2	1
<b>资产总计</b>	<b>3,371</b>	<b>3,425</b>	<b>3,964</b>	<b>3,997</b>	<b>4,241</b>	营业外支出	8	1	4	4	3
短期借款	0	0	16	0	0	<b>利润总额</b>	<b>189</b>	<b>140</b>	<b>188</b>	<b>223</b>	<b>272</b>
应付票据及应付账款	47	48	119	88	109	所得税	21	16	22	27	33
其他	108	124	232	155	171	<b>净利润</b>	<b>167</b>	<b>124</b>	<b>166</b>	<b>196</b>	<b>239</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>155</b>	<b>172</b>	<b>367</b>	<b>243</b>	<b>280</b>	少数股东损益	19	22	18	21	24
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>148</b>	<b>101</b>	<b>148</b>	<b>175</b>	<b>215</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.92	0.63	0.93	1.09	1.34
其他	86	62	84	75	74						
<b>非流动负债合计</b>	<b>86</b>	<b>62</b>	<b>84</b>	<b>75</b>	<b>74</b>						
<b>负债合计</b>	<b>241</b>	<b>235</b>	<b>450</b>	<b>318</b>	<b>354</b>						
少数股东权益	242	264	282	303	327	<b>主要财务比率</b>					
实收资本 (或股本)	160	160	160	160	160		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	861	868	992	992	992	<b>成长能力</b>					
留存收益	1,876	1,931	2,079	2,223	2,408	营业收入	0.1%	7.0%	16.2%	17.0%	17.2%
其他	(8)	(33)	0	0	0	营业利润	-8.5%	-26.8%	34.9%	18.3%	21.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>3,131</b>	<b>3,190</b>	<b>3,513</b>	<b>3,679</b>	<b>3,887</b>	归属于母公司净利润	-19.3%	-31.4%	45.9%	18.2%	23.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,371</b>	<b>3,425</b>	<b>3,964</b>	<b>3,997</b>	<b>4,241</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	86.9%	85.4%	86.6%	86.9%	87.2%
						净利率	18.3%	11.7%	14.7%	14.8%	15.6%
						ROE	5.0%	3.5%	4.8%	5.3%	6.2%
						ROIC	4.8%	3.4%	4.8%	5.3%	6.1%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	7.1%	6.9%	11.4%	8.0%	8.3%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	6.12	5.90	4.13	6.15	6.35
						速动比率	5.82	5.68	3.97	5.91	6.11
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.0	3.4	3.6	3.8	3.7
						存货周转率	2.6	3.0	2.8	2.6	2.8
						总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	0.92	0.63	0.93	1.09	1.34
						每股经营现金流	0.44	0.75	3.06	-0.17	1.50
						每股净资产	18.05	18.29	20.20	21.10	22.25
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	36.8	53.6	36.7	31.1	25.3
						市净率	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
						EV/EBITDA	24.1	30.8	21.9	18.9	15.7
						EV/EBIT	28.4	39.1	26.1	22.2	18.2

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告首页部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。