



买入（维持）

所属行业：医药生物
当前价格(元)：36.04

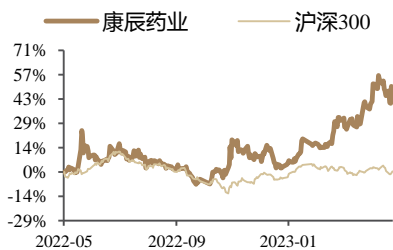
证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.26	17.89	28.26
相对涨幅(%)	7.50	18.26	32.36

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《康辰药业 (603590.SH)：核心品种苏灵医保解限加速放量，创新品种未来可期》，2023.4.23

康辰药业 (603590.SH) :23Q1 苏灵加速放量，看好全年业绩高速增长

投资要点

- 事件：**公司发布 2022 年年报和 2023 年第一季度报，2022 年全年，公司实现营收 8.7 亿元(同比+7.0%)，实现归母净利润 1.0 亿元(同比-31.4%)，实现扣非归母净利润 0.9 亿元(同比-22.0%)。23Q1 公司实现营收 1.7 亿元(同比+5.7%)，实现归母净利润 0.3 亿元(同比-44.7%)，实现扣非归母净利润 0.2 亿元(同比+229.9%)。
- 22 年成本上升导致利润端承压，23Q1 非经常性损益影响业绩：**2022 年苏灵因为排产影响，单位成本分摊固定费用有所上升，“密盖息”因为航运成本和加工费上升导致费用上升。23Q1 归母净利润减少主要系投资收益减少和金草片收入项目减少等非经常性损益项目变化所致。2022 年全年毛利率和净利率分别为 85.4%和 14.3%，毛利率和净利率同比均有所下降，销售费用率和管理费用率同比有所上升，分别为 11.9% 和 48.8%，财务费用率为-2.1%。
- 23Q1 血凝酶“苏灵”销售略超预期，看好全年加速放量：**2023 年 3 月 1 日正式实施新版医保目录，苏灵在医保支付解限后 23Q1 销售额同比增长 30.5%，略超预期。考虑到全年手术量恢复，苏灵相较于竞品优势明显，医保解限后的巨大弹性，以及产品在骨科等多个领域的持续拓展，看好全年苏灵销售额高速增长。此外，苏灵目前已经开展犬用适应症研究，预计有望于 2023 年报产，产品长期成长空间有望进一步打开。
- KC1036 和金草片潜在空间较大，持续期待创新药阶段性催化：**1) KC1036 是全球首个多靶点络氨酸激酶小分子肿瘤药物，在食管癌、胃癌等多种实体瘤中观察到优异的临床疗效，RECIST 1.1 临床研究表明 KC1036 在既往标准治疗失败的晚期食管鳞癌受试者中疗效显著、安全性良好，考虑到免疫治疗未来有望上升到一线疗法，KC1036 有望在二线疗法中取得突破，期待后续临床试验数据的持续催化；2) 金草片历经十余年研究，目前处于临床 III 期，是首个以“盆腔炎性疾病后遗症慢性盆腔痛”精准复批的中药创新药，II 期结果显示金草片能显著改善下腹部疼痛症状，作用温和且持久，妇科赛道市场巨大，看好金草片的远期空间。
- 盈利预测及投资建议。**考虑到苏灵高速增长，密盖息业绩确定性高，创新药有望阶段性催化，我们预计 2023-2025 年公司业绩分别为 1.3/1.5/1.8 亿

元，对应当前 PE 44/38/32 倍，维持买入评级。

- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；产品销售不及预期；政策超预期的风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	160.00	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流通 A 股(百万股):	160.00	营业收入(百万元)	810	867	1,072	1,282	1,487
52 周内股价区间(元):	22.41-37.85	(+/-)YOY(%)	0.1%	7.0%	23.7%	19.5%	16.0%
总市值(百万元):	5,766.40	净利润(百万元)	148	101	130	152	183
总资产(百万元):	3,597.91	(+/-)YOY(%)	-19.3%	-31.4%	28.1%	16.7%	20.7%
每股净资产(元):	18.96	全面摊薄 EPS(元)	0.92	0.63	0.81	0.95	1.14
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	86.9%	85.4%	88.9%	89.5%	89.9%
		净资产收益率(%)	5.1%	3.5%	4.3%	4.7%	5.4%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.65	0.81	0.95	1.14
每股净资产	18.29	19.10	20.05	21.19
每股经营现金流	0.75	0.88	0.52	1.26
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	38.37	44.37	38.01	31.50
P/B	1.36	1.89	1.80	1.70
P/S	6.65	5.38	4.50	3.88
EV/EBITDA	21.04	35.60	28.78	22.70
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	85.4%	88.9%	89.5%	89.9%
净利润率	14.3%	13.5%	13.2%	13.7%
净资产收益率	3.5%	4.3%	4.7%	5.4%
资产回报率	3.0%	3.7%	4.1%	4.6%
投资回报率	3.7%	3.9%	4.5%	5.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	7.0%	23.7%	19.5%	16.0%
EBIT 增长率	1.0%	10.1%	21.8%	22.0%
净利润增长率	-31.4%	28.1%	16.7%	20.7%
偿债能力指标				
资产负债率	6.9%	6.3%	5.7%	6.6%
流动比率	5.9	7.1	8.8	7.8
速动比率	5.5	6.7	8.3	7.5
现金比率	2.0	3.0	3.8	3.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	106.1	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	119.9	130.3	128.1	127.4
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
固定资产周转率	3.5	4.4	5.2	6.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	101	130	152	183
少数股东损益	22	14	17	20
非现金支出	46	1	1	1
非经营收益	6	0	0	0
营运资金变动	-56	-5	-86	-3
经营活动现金流	120	140	84	201
资产	-96	0	0	0
投资	-252	0	0	0
其他	24	0	0	0
投资活动现金流	-325	0	0	0
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-57	0	0	0
融资活动现金流	-57	0	0	0
现金净流量	-262	140	84	201

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 4 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	867	1,072	1,282	1,487
营业成本	126	119	135	150
毛利率%	85.4%	88.9%	89.5%	89.9%
营业税金及附加	6	12	14	16
营业税金率%	0.7%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	423	536	641	743
营业费用率%	48.8%	50.0%	50.0%	50.0%
管理费用	103	123	145	164
管理费用率%	11.9%	11.5%	11.3%	11.0%
研发费用	87	150	186	216
研发费用率%	10.0%	14.0%	14.5%	14.5%
EBIT	135	148	180	220
财务费用	-18	-15	-10	-10
财务费用率%	-2.1%	-1.4%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	141	163	190	230
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	140	163	190	230
EBITDA	174	149	181	221
所得税	16	19	22	27
有效所得税率%	11.7%	11.5%	11.5%	11.6%
少数股东损益	22	14	17	20
归属母公司所有者净利润	101	130	152	183

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	345	485	569	770
应收账款及应收票据	277	319	393	433
存货	37	49	47	59
其它流动资产	358	299	299	299
流动资产合计	1,017	1,152	1,308	1,561
长期股权投资	70	70	70	70
固定资产	246	246	246	247
在建工程	182	181	180	179
无形资产	813	813	813	813
非流动资产合计	2,408	2,408	2,407	2,406
资产总计	3,425	3,560	3,715	3,968
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	48	84	58	95
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	124	79	91	104
流动负债合计	172	163	149	199
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	62	62	62	62
非流动负债合计	62	62	62	62
负债总计	235	225	212	261
实收资本	160	160	160	160
普通股股东权益	2,926	3,056	3,208	3,391
少数股东权益	264	279	296	316
负债和所有者权益合计	3,425	3,560	3,715	3,968

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。