

业绩逐步回升，募投布局骨科抗癌新领域

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 年前三季度实现营业收入 5.5 亿元 (-27.5%)，归母净利润 1.4 亿元 (-30.41%)，扣非归母净利润 1.2 亿元 (-31.68%)。其中，三季度实现营业收入 2 亿元 (-7.2%)，归母净利润 3870.2 万元 (-28.7%)，扣非归母净利润 3322.5 万元 (-21%)。销售费用率为 57.8% (-2.1pp)，管理费用率为 7.1% (+3.1pp)，财务费用率为 -7.3% (-1.1%)，研发费用率为 11.2% (+0.5pp)。
- **疫情影响减退，业绩逐步回归。**前三季度受疫情影响，手术需求下降，公司唯一主营产品“苏灵”销量下滑，拖累业绩。近期因疫情改善，手术需求回弹，公司业绩改善，营收降幅同比收窄，4 季度有望恢复到去年同期水平。从单季看，2020 年 Q1-Q3 单季营收同比增速分别为 -63.2%/-21%/-7.2%，归母净利润同比增速分别为 -34.4%/-29.3%/-28.7%，降幅逐步收窄。血凝酶制剂是当前止血药市场中规模最大的品类，作为国内血凝酶临床止血药物市场唯一的国家一类新药价格是同类仿制药的 3 倍，毛利率保持高位水平，前三季度毛利率 92.95% (-1.8pp)，净利率为 25.8% (-1pp)，“苏灵”核心专利保护期至 2029 年，竞争格局良好。
- **布局抗癌管线及骨科领域，外延拓展增长新空间。**三季度通过非公开发行募投创新药和引入特立帕肽，进一步丰富公司产品线，拟募资 10.6 亿元投向 KC1036 创新药物研发项目、收购特立帕肽商业运营权项目，9 月 4 日完成特立帕肽的收购项目，取得特立帕肽在中国境内、中国香港、新加坡、马来西亚及泰国的永久独家商业运营权。特立帕肽是国内外唯一上市的骨形成促进剂处方药，据 IMS 统计，2018 年全球市场规模已达 19.3 亿美元，且国内市场同类竞品较少，2019 年国内样本医院仅有礼来和联合赛尔两家企业在售。再加上公司拟对密盖息（鲑鱼降钙素注射液）资产的收购，公司将拥有治疗骨质疏松症的两个重要产品，产品线得到丰富。公司目前主要在研新药包括 CX1003、CX1026 和 KC1036 等多个项目，均为靶向抗肿瘤领域的一类创新药，奠定未来增长潜力。其中，KC1036 和 CX1003 均进入一期临床。三季度公司的仿制药地拉罗司分散片报产受理。
- **盈利预测与投资建议。**若不考虑密盖息项目收购，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.29 元、1.58 元、1.74 元，对应 PE 为 31 倍、25 倍和 23 倍。随着公司现有业务巩固和创新业务推进，进军骨科市场利好长期发展。维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争风险、药品价格下行风险、新药研发风险。

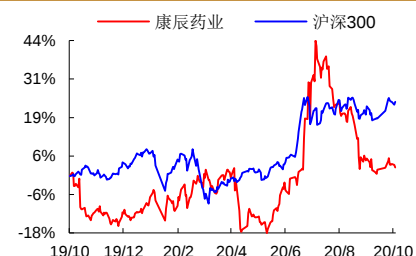
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1065.92	856.65	976.00	1112.01
增长率	4.28%	-19.63%	13.93%	13.94%
归属母公司净利润 (百万元)	266.08	206.05	252.45	277.85
增长率	0.81%	-22.56%	22.52%	10.06%
每股收益 EPS (元)	1.66	1.29	1.58	1.74
净资产收益率 ROE	9.75%	5.28%	6.13%	6.40%
PE	24	31	25	23
PB	2.36	1.65	1.56	1.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.60
流通 A 股(亿股)	0.83
52 周内股价区间(元)	32.42-56.11
总市值(亿元)	64.32
总资产(亿元)	37.73
每股净资产(元)	18.51

相关研究

1. 康辰药业(603590): 推出员工持股计划, 彰显发展信心 (2020-10-14)
2. 康辰药业(603590): 疫情拖累半年报业绩, 下半年有望好转 (2020-07-30)
3. 康辰药业(603590): 引入战投, 未来有望加强协同 (2020-07-14)
4. 康辰药业(603590): 进军骨科市场, 丰富产品格局 (2020-05-09)
5. 康辰药业(603590): 进军骨科市场, 丰富产品格局 (2020-05-08)

关键假设

假设 1：考虑到第三季度疫情减退，手术需求回弹，血酶制剂的销量接近去年同期水平。因此我们调整 2020 年第 4 季度的销量预测，血酶制剂 2020 年 4 季度销量为 329 万 IU，恢复到去年同期水平，价格维持 2019 年中标价 92.83/1IU 不变，考虑到今年前三季度毛利率下降 1.8 个百分点，我们适当下调 2020-2022 年毛利率，分别为 93.4%、93.5%和 93.6%。

假设 2：2020 年代理产品销量同比增长 10%，2020 年-2022 年毛利率为 2%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

	百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计	营业收入	1,065.92	856.65	976.00	1,112.01
	yoy	4.28%	-19.63%	13.93%	13.94%
	营业成本	57.66	56.17	63.47	71.74
	毛利率	94.59%	93.44%	93.50%	93.55%
注射用尖吻蝮蛇血凝酶	收入	1,052.88	842.30	960.23	1,094.66
	yoy	8.45%	-20.00%	14.00%	14.00%
	成本	47.77	42.11	48.01	54.73
	毛利率	95.08%	95.00%	95.00%	95.00%
代理产品	收入	13.04	14.344	15.77	17.35
	yoy	464.50%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	12.77	14.06	15.46	17.01
	毛利率	2.07%	2.00%	2.00%	2.00%

数据来源：Wind，西南证券

尽管公司前三季度受到疫情影响，主营业务大幅下滑，但我们认为主营业务的逐渐改善及外延骨科收入将带来未来收入快速增长。1) 从主营业务来看，Q1-Q3 收入增速边际降幅收窄，逐渐恢复到疫情之前水平，同时公司主营产品作为国内血凝酶临床止血药物市场唯一的国家一类新药，专利保护期至 2029 年，竞争格局良好；2) 9 月已经完成完成特立帕肽的收购项目，取得特立帕肽在中国境内、中国香港、新加坡、马来西亚及泰国的永久独家商业运营权。这一重磅品种预计 2021 年开始为公司贡献收入。综上，考虑到公司内生增长与外延并购项目带来的增长潜力，我们维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1065.92	856.65	976.00	1112.01	净利润	266.08	206.05	252.45	277.85
营业成本	57.66	56.17	63.47	71.74	折旧与摊销	34.67	24.50	26.75	26.75
营业税金及附加	15.76	13.86	15.45	17.54	财务费用	-62.27	-59.97	-78.08	-88.96
销售费用	637.20	496.86	566.08	644.97	资产减值损失	-13.90	5.00	5.00	5.00
管理费用	150.63	121.69	128.88	157.96	经营营运资本变动	-34.19	43.59	10.87	7.94
财务费用	-62.27	-59.97	-78.08	-88.96	其他	71.61	-12.53	-12.46	-14.65
资产减值损失	-13.90	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	262.00	206.64	204.53	213.93
投资收益	8.91	8.90	8.90	8.90	资本支出	20.40	-130.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-324.09	8.90	8.90	8.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-303.69	-121.10	8.90	8.90
营业利润	299.51	231.94	284.10	312.66	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.42	-0.33	-0.32	-0.34	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	299.09	231.61	283.77	312.32	股权融资	0.00	1056.00	0.00	0.00
所得税	33.01	25.56	31.32	34.47	支付股利	0.00	-53.22	-41.21	-50.49
净利润	266.08	206.05	252.45	277.85	其他	-80.00	29.11	78.08	88.96
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-80.00	1031.89	36.87	38.47
归属母公司股东净利润	266.08	206.05	252.45	277.85	现金流量净额	-121.69	1117.44	250.30	261.31
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1802.97	2920.41	3170.71	3432.02	成长能力				
应收和预付款项	276.03	212.72	249.76	282.34	销售收入增长率	4.28%	-19.63%	13.93%	13.94%
存货	14.25	13.89	13.69	16.73	营业利润增长率	-0.17%	-22.56%	22.49%	10.06%
其他流动资产	5.12	4.50	4.85	5.25	净利润增长率	0.81%	-22.56%	22.52%	10.06%
长期股权投资	47.79	47.79	47.79	47.79	EBITDA 增长率	-9.21%	-27.74%	18.47%	7.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	348.89	432.97	414.80	396.63	毛利率	94.59%	93.44%	93.50%	93.55%
无形资产和开发支出	60.30	81.72	73.14	64.57	三费率	68.07%	65.21%	63.21%	64.21%
其他非流动资产	618.49	618.49	618.49	618.49	净利率	24.96%	24.05%	25.87%	24.99%
资产总计	3173.84	4332.49	4593.24	4863.81	ROE	9.75%	5.28%	6.13%	6.40%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.38%	4.76%	5.50%	5.71%
应付和预收款项	278.25	260.26	303.20	338.99	ROIC	57.76%	39.93%	47.07%	54.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.51%	22.93%	23.85%	22.52%
其他负债	167.59	166.25	172.82	180.25	营运能力				
负债合计	445.84	426.51	476.02	519.24	总资产周转率	0.35	0.23	0.22	0.24
股本	160.00	192.92	192.92	192.92	固定资产周转率	3.49	2.48	2.58	3.08
资本公积	981.82	2004.90	2004.90	2004.90	应收账款周转率	4.90	4.50	5.44	5.37
留存收益	1555.32	1708.15	1919.40	2146.76	存货周转率	4.83	3.99	4.29	4.29
归属母公司股东权益	2728.00	3905.97	4117.22	4344.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.85%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2728.00	3905.97	4117.22	4344.58	资产负债率	14.05%	9.84%	10.36%	10.68%
负债和股东权益合计	3173.84	4332.49	4593.24	4863.81	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.36	10.14	9.55	9.26
					速动比率	6.31	10.10	9.51	9.22
					股利支付率	0.00%	25.83%	16.32%	18.17%
					每股指标				
					每股收益	1.66	1.29	1.58	1.74
					每股净资产	17.05	24.41	25.73	27.15
					每股经营现金	1.64	1.29	1.28	1.34
					每股股利	0.00	0.33	0.26	0.32
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	271.91	196.47	232.77	250.45					
PE	24.17	31.22	25.48	23.15					
PB	2.36	1.65	1.56	1.48					
PS	6.03	7.51	6.59	5.78					
EV/EBITDA	14.74	21.45	17.03	14.78					
股息率	0.00%	0.83%	0.64%	0.78%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn