

康辰药业 (603590) 2020 年报点评: 研发创新加速推进, 恢复增长在即

行业分类: 医药生物

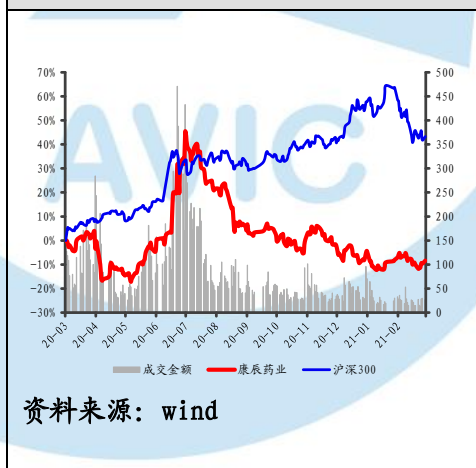
2021 年 3 月 23 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	—
当前股价 (2021. 3. 23)	34. 39

基础数据

上证指数	3411. 51
总股本 (亿)	1. 60
流通 A 股 (亿)	0. 81
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	27. 98
每股净资产 (元)	19. 24
ROE (2020)	6. 32%
资产负债率 (2020)	18. 54%
动态市盈率	30. 01
市净率	1. 79

近一年公司指数与沪深 300 走势对比



2020 年年报:

- 报告期内公司实现营业收入 80,864.39 万元, 同比减少 24.14%; 利润总额 20,802.38 万元, 同比减少 30.45%; 归属于上市公司股东的净利润 18,335.50 万元, 同比减少 31.09%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 15,031.40 万元, 同比减少 35.93%; 基本每股收益 1.15 元, 同比减少 30.72%。
- 核心产品续约谈判成功, 纳入 2020 年医保目录。2019 年我国医疗机构住院病人手术人次 6930.44 万人次, 同比增长 12.30%。受 2020 年新冠疫情影响, 我国医疗机构住院病人手术人次显著减少, 公司主营产品“苏灵”作为广泛应用于各个临床科室止血的血凝酶制剂, 同整个止血用药行业一样, 业务受到显著影响。2020 年, 苏灵实现营业收入 79223.05 万元, 同比下滑 24.76%; 毛利率 94.56%, 同比下滑 1.18 个百分点。随着疫情防控步入平稳阶段, 叠加我国新冠疫苗陆续获批上市, 接种工作的持续开展, 常规医疗需求释放, 伴随住院病人手术人次的反弹, 苏灵销售的边际改善态势较为确定, 实现恢复性增长。另一方面, 苏灵通过续约谈判, 纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录 (2020 年)》乙类范围, 伴随降价落地, 苏灵有望通过营销扩大医疗机构终端覆盖范围的同时, 实现市场份额的进一步提升。

资金储备充足, 非公开发行募资支持研发创新。截至报告期末, 公司现有货币资金 134,666.88 万元, 公司现金储备丰富, 为未来公司收购、研发等提供良好资金保障的同时, 也为公司长期可持续发展、提升行业竞争力奠定了坚实的物质基础。3 月 2 日, 公司发布非公开发行 A 股股票预案, 发行数量不超过 10,721,944 股, 募集总额不超过 30000 万元, 由公司实际控制人之一王锡娟认购, 募集资金将全部用于创新药物 KC1036 的研发项目。KC1036 是公司大力主导的肿瘤领域研发产品, 符合公司“全球新”的研发标准, 其治疗范围包括非小细胞肺癌、胆囊癌、胆管癌、胃癌及白血病等, 该药品属于世界首例多靶点受体酪氨酸激酶 AXL/VEGFR2/FLT3 新型小分子靶点抗肿瘤药, 目前处于 I 期临床试验阶段, 未来有望在恶性肿瘤治疗等领域丰富、扩充公司产品管线, 提高公司行业地位。此外, 公司的 CX1003 和 CX1026 等一类抗肿瘤新药研发进展顺利推进, 地拉罗司报产受理。报告期内, 公司研发投入 9310.72 万元, 营业收入占比 11.51%, 远

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航资本大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59219558
 传 真: 010-59562637

远高于行业平均水平。长期来看，通过持续的研发投入，公司有望迎来创新成果的多样化兑现。

- **外延并购叠加“许可”引入，丰富产品管线。**2020年4月21日，康辰药业同Pfenex及泰凌医药等公司签署《关于支付现金购买资产协议》、《特立帕肽商业运营权转移协议》，康辰药业子公司康辰生物支付现金方式收购经过业务重组后的、由BVI公司持有的泰凌国际100%股权，完成对密盖息资产的收购，获取密盖息鼻注射剂及鼻喷剂在包括中国境内、中国香港、瑞士等多个国家及地区的相关上市许可；同时康辰药业以支付不超过2550万美元获得特立帕肽在中国大陆、中国香港、马来西亚、新加坡和泰国的永久独家商业运营权。密盖息和特立帕肽助力公司完成在骨科领域的布局。特立帕肽的原研企业为礼来，礼来2019年实现销售收入14.05亿美元，相比之下，特立帕肽在中国市场仍处于起步阶段，2019年样本医院销售额约为2100万元，市场空间广阔。从国内市场来看，康辰药业的特立帕肽预计2022年上市，水针剂型和礼来原研一致，相比其他企业的粉针剂型，在临床应用上具备剂型优势。另一方面，公司二级全资子公司上海康辰与康桥资本共同参与优锐开曼增资，上海康辰以2500万美元价格认购优锐开曼新发行的53,009,334股D序列优先股，增资完成后，持股比例为5.63%。优锐开曼聚焦手术镇痛、呼吸疾病及补铁剂三个领域，公司旗下拥有多糖铁复合物胶囊、注射用盐酸苯达莫司汀和爱尔真振动筛网雾化器等等多个产品。其中，布比卡因脂质体有望与公司产品形成经营协同。
- **投资建议：**我们预计公司2021-2023年摊薄后（暂不考虑并表的影响）的EPS分别为1.20元、1.29元和1.44元，考虑子公司康辰生物2021年合并报表因素及业绩承诺，预计公司2021-2023年并表后归母净利润将分别为2.41亿元、2.66亿元和3.03亿元，调整后EPS分别为1.51元、1.66元和1.89元，对应的动态市盈率分别为22.77倍、20.72倍和18.20倍。康辰药业作为我国凝血酶制剂行业细分领域龙头企业，受益于医疗机构手术人次恢复增长，通过持续的研发创新和产品引入丰富产品管线，维持买入评级。
- **风险提示：**政策风险、研发风险、并购低于预期。



AVIC

图表 1: 盈利预测表

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	808.64	1048.78	1154.60	1271.14
营业成本	59.25	90.21	111.25	123.15
营业税金及附加	11.82	15.78	17.16	18.92
销售费用	473.15	609.00	671.22	739.23
管理费用	62.37	79.08	84.75	90.38
财务费用	-48.18	1.17	2.24	1.34
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	11.32	15.68	16.23	14.22
公允价值变动损益	1.36	0.68	0.80	0.85
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	210.22	219.90	235.00	263.19
其他非经营损益	-2.20	-2.15	-2.18	-2.17
利润总额	208.02	217.75	232.83	261.02
所得税	24.67	25.31	27.02	30.42
净利润	183.35	192.44	205.81	230.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	183.36	192.44	205.81	230.61
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1346.67	1556.84	1925.10	2243.04
应收和预付款项	242.53	284.15	318.52	354.38
存货	33.94	36.16	48.13	54.85
其他流动资产	185.11	186.22	186.71	187.25
长期股权投资	67.45	67.45	67.45	67.45
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	328.62	300.06	269.84	239.76
无形资产和开发支出	916.86	856.32	795.77	735.22
其他非流动资产	664.47	664.47	664.47	664.46
资产总计	3785.66	3951.67	4275.99	4546.43
短期借款	24.47	96.00	86.00	72.00
应付和预收款项	152.64	331.49	378.95	409.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	524.61	466.29	605.19	690.22
负债合计	701.72	893.78	1070.14	1171.86
股本	160.00	160.00	160.00	160.00
资本公积	971.44	971.44	971.44	971.44
留存收益	1783.55	1920.86	2068.81	2237.54
归属母公司股东权益	3078.34	3052.30	3200.25	3368.98
少数股东权益	5.60	5.60	5.60	5.60
股东权益合计	3083.94	3057.89	3205.85	3374.57
负债和股东权益合计	3785.66	3951.67	4275.99	4546.43
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	183.35	192.44	205.81	230.61
折旧与摊销	30.04	89.26	90.77	90.78
财务费用	-48.18	1.17	2.24	1.34
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	253.63	75.57	139.53	72.59
其他	-360.44	-16.36	-17.03	-15.07
经营活动现金流净额	58.41	342.08	421.34	380.24
资本支出	-1280.08	-0.15	0.00	-0.15
其他	859.24	16.36	17.03	15.07
投资活动现金流净额	-420.83	16.21	17.03	14.92
短期借款	24.47	71.53	-10.00	-14.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-10.38	0.00	0.00	0.00
支付股利	-80.00	-55.13	-57.86	-61.88
其他	-27.13	-164.52	-2.24	-1.34
筹资活动现金流净额	-93.04	-148.12	-70.10	-77.22
现金流量净额	-455.47	210.17	368.26	317.94

资料来源: wind、中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

沈文文, CFA, SAC 执业证书号: S0640513070003, 2011年7月加入中航证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。