

核心产品稳步放量，研发管线进展顺利

——康辰药业 23 年报&24Q1 点评

核心观点

- 事件：**公司 23 年全年实现收入 9.20 亿元 (+6.15%)，实现归母净利润 1.50 亿元 (+48.24%)，实现扣非归母净利润 1.27 亿元 (+42.51%)。公司收入稳定增长，主要系苏灵稳步放量；利润端增长亮眼，主要系成本端改善及所得税费用大幅降低。公司 24Q1 实现收入 1.99 亿元 (+20.67%)，实现归母净利润 4165.32 万元 (+62.28%)，扣非归母净利润 3965.67 万元 (+74.63%)，利润端增长显著主要由于苏灵收入增长及研发费用减少。
- “苏灵”稳步放量，犬用制剂上市申请获受理。**2023 年“苏灵”医保限制解除驱动销售收入稳步增长，全年销售量同比增长 19.83%，实现销售收入 6.13 亿元，同比增长 13.89%，是驱动公司业绩稳定增长的重要因素。此外犬用注射用尖吻蝮蛇血凝酶注册申请已获受理。随着医保限制解除后的持续放量以及宠物领域的拓展，苏灵销售额有望继续稳步增长贡献业绩增量。
- KC1036 进入临床 III 期，在研项目进展顺利。**公司多靶点创新药 KC1036 针对晚期食管鳞癌的 III 期临床研究和针对晚期胸腺肿瘤的 II 期临床研究正在进行中，KC1036 联合 PD-1 抗体一线维持治疗局部晚期或转移性食管鳞癌及 KC1036 治疗 12 岁及以上青少年晚期尤文肉瘤的 IND 申请均已获批准。此外，中成药金草片 III 期临床试验已达到主要研究终点，有望年内递交上市申请；犬用注射用尖吻蝮蛇血凝酶注册申请已获受理。公司在研项目进展顺利，即将进入收获期为公司带来业绩新增量。
- 鼻喷雾剂增长迅速，“密盖息”完成业绩承诺。**2023 年“密盖息”实现营业收入 2.97 亿元，其中注射液实现销售收入 1.56 亿元 (-19.72%)，鼻喷雾剂实现销售收入 1.41 亿元 (+39.37%)；实现归母净利润 1.23 亿元，扣非归母净利润为 1.23 亿元，成功完成 2023 年度不低于 1.2 亿元净利润的业绩承诺。此外，得益于“密盖息”从航空运输转为海运，其毛利率同比增长 3.89pct。随着鼻喷雾剂维持高速增长，“密盖息”有望继续放量贡献业绩增长。

盈利预测与投资建议

- 根据 2023 年报调低收入假设，预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 1.02/1.11/1.46 (原 24-25 为 1.09/1.34) 元。根据可比公司的估值水平，给予公司 2024 年 43 倍的估值，对应目标价为 43.86 元，维持买入评级。

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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	867	920	1,056	1,276	1,537
同比增长(%)	7.0%	6.1%	14.7%	20.9%	20.5%
营业利润(百万元)	141	143	208	257	322
同比增长(%)	-26.8%	1.8%	45.4%	23.2%	25.4%
归属母公司净利润(百万元)	101	150	163	178	233
同比增长(%)	-31.4%	48.2%	8.4%	9.0%	31.3%
每股收益(元)	0.63	0.94	1.02	1.11	1.46
毛利率(%)	85.4%	89.0%	89.2%	89.4%	89.6%
净利率(%)	11.7%	16.4%	15.4%	13.9%	15.2%
净资产收益率(%)	3.5%	5.0%	5.1%	5.2%	6.5%
市盈率	50.0	33.7	31.1	28.6	21.7
市净率	1.7	1.7	1.5	1.5	1.4

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 (2024 年 05 月 10 日)	31.72 元
目标价格	43.86 元
52 周最高价/最低价	41.95/23.19 元
总股本/流通 A 股 (万股)	16,000/15,751
A 股市值 (百万元)	5,075
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 05 月 11 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	7.23	5.7	9.38	-8.31
相对表现%	5.51	1.09	0.42	-0.04
沪深 300%	1.72	4.61	8.96	-8.27



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001

联系人

傅肖依 fuxiaoyi@orientsec.com.cn

相关报告

- 苏灵加速放量，研发管线积极推进：—— 2023-10-30 康辰药业 23Q3 点评
- 业绩反转与创新转型共振，股权激励彰显 2023-08-01 长期发展信心：——康辰药业 23H1 点评
- 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

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2024/5/10	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
贝达药业	300558	42.84	0.83	1.01	1.34	1.66	51.52	42.35	32.01	25.77
恒瑞医药	600276	46.48	0.67	0.85	1.02	1.24	68.91	54.74	45.62	37.63
特宝生物	688278	58.24	1.37	1.88	2.57	3.39	42.65	31.04	22.68	17.17
海思科	002653	30.63	0.26	0.40	0.57	0.83	115.63	76.98	53.95	37.07
丽珠集团	000513	40.64	2.11	2.37	2.66	3.03	19.30	17.14	15.28	13.43
	最大值						115.63	76.98	53.95	37.63
	最小值						19.30	17.14	15.28	13.43
	平均数						59.60	44.45	33.91	26.21
	调整后平均						54.36	42.71	33.44	26.67

数据来源：wind，东方证券研究所

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	345	230	686	699	801	营业收入	867	920	1,056	1,276	1,537
应收票据、账款及款项融资	296	283	315	385	454	营业成本	126	101	114	135	159
预付账款	11	12	19	19	23	销售费用	423	473	520	649	791
存货	37	48	46	53	68	管理费用	103	111	120	132	143
其他	327	656	344	453	499	研发费用	87	95	104	112	121
流动资产合计	1,017	1,230	1,410	1,609	1,846	财务费用	(18)	(11)	(0)	(5)	(5)
长期股权投资	70	50	180	180	180	资产、信用减值损失	7	19	8	11	13
固定资产	246	220	218	215	210	公允价值变动收益	(7)	(1)	1	1	1
在建工程	182	191	196	200	204	投资净收益	(1)	6	10	9	3
无形资产	813	855	864	875	888	其他	9	6	7	5	2
其他	1,097	1,236	1,094	1,085	1,106	营业利润	141	143	208	257	322
非流动资产合计	2,408	2,551	2,551	2,555	2,589	营业外收入	1	0	2	1	1
资产总计	3,425	3,781	3,961	4,164	4,435	营业外支出	1	21	10	10	14
短期借款	0	97	0	0	0	利润总额	140	123	200	247	309
应付票据及应付账款	48	83	63	79	104	所得税	16	(65)	0	29	36
其他	124	143	126	133	136	净利润	124	188	200	218	273
流动负债合计	172	323	188	211	240	少数股东损益	22	37	37	40	40
长期借款	0	44	44	44	44	归属于母公司净利润	101	150	163	178	233
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.63	0.94	1.02	1.11	1.46
其他	62	51	62	57	57	主要财务比率					
非流动负债合计	62	95	105	101	100		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	235	418	294	312	341	成长能力					
少数股东权益	264	302	340	380	420	营业收入	7.0%	6.1%	14.7%	20.9%	20.5%
实收资本 (或股本)	160	160	160	160	160	营业利润	-26.8%	1.8%	45.4%	23.2%	25.4%
资本公积	868	876	955	955	955	归属于母公司净利润	-31.4%	48.2%	8.4%	9.0%	31.3%
留存收益	1,931	2,050	2,213	2,357	2,559	获利能力					
其他	(33)	(27)	0	0	0	毛利率	85.4%	89.0%	89.2%	89.4%	89.6%
股东权益合计	3,190	3,362	3,668	3,852	4,094	净利率	11.7%	16.4%	15.4%	13.9%	15.2%
负债和股东权益总计	3,425	3,781	3,961	4,164	4,435	ROE	3.5%	5.0%	5.1%	5.2%	6.5%
现金流量表						ROIC	3.4%	6.0%	5.7%	5.8%	6.9%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	124	188	200	218	273	资产负债率	6.9%	11.1%	7.4%	7.5%	7.7%
折旧摊销	33	34	32	34	36	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(18)	(11)	(0)	(5)	(5)	流动比率	5.90	3.80	7.49	7.61	7.68
投资损失	1	(6)	(10)	(9)	(3)	速动比率	5.68	3.65	7.24	7.36	7.40
营运资金变动	(35)	(158)	71	(90)	(100)	营运能力					
其它	15	153	158	2	(23)	应收账款周转率	3.4	3.4	3.6	3.6	3.7
经营活动现金流	120	199	450	152	178	存货周转率	3.0	2.4	2.4	2.7	2.6
资本支出	(66)	(48)	(44)	(47)	(49)	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
长期投资	65	21	(130)	0	0	每股指标 (元)					
其他	(324)	(420)	199	(63)	(2)	每股收益	0.63	0.94	1.02	1.11	1.46
投资活动现金流	(325)	(448)	25	(109)	(51)	每股经营现金流	0.75	1.25	2.81	0.95	1.11
债权融资	1	44	(1)	0	0	每股净资产	18.29	19.12	20.80	21.70	22.97
股权融资	7	9	79	0	0	估值比率					
其他	(65)	91	(97)	(29)	(25)	市盈率	50.0	33.7	31.1	28.6	21.7
筹资活动现金流	(57)	144	(19)	(29)	(25)	市净率	1.7	1.7	1.5	1.5	1.4
汇率变动影响	(1)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	29.0	27.2	18.8	15.8	12.8
现金净增加额	(262)	(106)	456	13	101	EV/EBIT	36.8	34.3	21.7	17.9	14.3

资料来源：东方证券研究所

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。