



## KC1036 III期持续推进, 金草片即将申报上市

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024半年报, 实现营业收入4.1亿元(-10.16%), 归属于母公司的净利润0.8亿元(-14.73%), 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润0.7亿元(-12.18%)。
- 苏灵犬用药正在补充相关研究。** 2023年, “苏灵”顺利通过医保谈判, 并解除了医保支付限制, 公司聚焦核心终端, 持续扩大“苏灵”的市场份额及优势。犬用注射用尖吻蝮蛇血凝酶注册申请已于2023年获得受理, 目前犬用尖吻蝮蛇血凝酶正在按要求补充相关研究。
- KC1036 食管鳞癌III期临床快速推进, 胸腺肿瘤II期临床完成入组。** KC1036针对消化系统肿瘤、胸腺肿瘤等多个适应症正在开展临床研究。治疗晚期食管鳞癌III期临床, 2024年2月已完成首例受试者入组, 目前进展顺利; 联合PD-1抗体一线维持治疗局部晚期或转移性食管鳞癌的临床也正在入组中; 基于KC1036在成人晚期实体瘤患者中的安全性、有效性及群体药代动力学特性, 治疗12岁及以上青少年晚期尤文肉瘤的IND获得批准, 目前已通过伦理审查委员会审核; 治疗晚期胸腺肿瘤患者的II期临床, 并于2023年2月完成首例受试者入组, 目前已完成所有受试者入组。
- 中药1.2类创新药金草片III期临床达到主要终点, 即将申报上市。** 金草片III期临床采取多中心、随机、双盲、安慰剂平行对照试验设计, 主要疗效指标为治疗12周后的疼痛消失率。2024年3月, 本研究完成揭盲, 结果表明, 金草片在为期12周治疗期内VAS评分的疼痛消失率已达到主要研究终点; 金草片的安全性和耐受性良好, 不良事件发生率低。2024年7月, ZY5301II期临床研究结果在线发表于国际权威顶尖医学期刊《JAMA》子刊。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年归母净利润分别为1.3亿元、1.7亿元和2.2亿元, 对应PE分别为29X/22X/17X。随着公司苏灵等存量产品快速增长, 多措并举完善创新体系布局, KC1036已展现优异临床疗效, 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	920.01	923.38	1062.71	1267.83
增长率	6.15%	0.37%	15.09%	19.30%
归属母公司净利润(百万元)	150.45	125.37	166.08	216.72
增长率	48.24%	-16.67%	32.47%	30.49%
每股收益EPS(元)	0.94	0.78	1.04	1.35
净资产收益率ROE	5.58%	3.60%	4.58%	5.69%
PE	24	29	22	17
PB	1.19	1.14	1.09	1.04

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

分析师: 刘潇  
执业证号: S1250524070002  
电话: 021-68416017  
邮箱: lxyf@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)	1.58
52周内股价区间(元)	22.55-41.28
总市值(亿元)	36.24
总资产(亿元)	39.08
每股净资产(元)	19.51

### 相关研究

- 康辰药业(603590): 苏灵销量快速增长, 创新管线持续推进 (2024-04-30)
- 康辰药业(603590): 业绩保持高速增长, KC1036等新药顺利推进 (2023-11-01)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：受益于医保解限以及手术量增长，假设注射用尖吻蝮蛇血凝酶 2024-2026 年销量增速分别为 2%、18%、20%，价格和毛利率稳定；

假设 2：2023 年密盖息受省级集采等因素影响，预计 2024 年预计保持稳健，假设 2024-2026 年销量增速分别为 -3%、3%、5%，价格和毛利率稳定；

假设 3：金草片是首个以“盆腔炎性疾病后遗症慢性盆腔痛”适应症精准复批的中药 1.2 类创新药品种，有望 2024 年内提交上市申请，2025 年获批上市销售，假设 2026 年销量增速为 236%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
注射用尖吻蝮蛇血凝酶	收入	613.5	625.8	738.4	886.1
	增速	13.9%	2.0%	18.0%	20.0%
	毛利率	91.1%	91.0%	91.0%	91.0%
密盖息	收入	296.6	287.7	296.3	311.1
	增速	0.5%	-3.0%	3.0%	5.0%
	毛利率	87.1%	87.0%	87.0%	87.0%
金草片	收入			18.1	60.7
	增速				236.0%
	毛利率			70.0%	72.0%
其他	收入	9.9	9.9	9.9	9.9
	增速	-69.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
合计	收入	920.0	923.4	1062.7	1267.8
	增速	6.1%	0.4%	15.1%	19.3%
	毛利率	89.0%	89.0%	88.9%	88.6%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了行业中海思科、科伦药业、信立泰三家公司作为可比公司，可比公司 2024 年平均市盈率为 53 倍，2025 年市盈率为 40 倍。公司苏灵等传统业务稳健，KC1036 等创新研发值得期待，给予公司 2025 年 26 倍 PE，对应目标价 27.04 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002294.SZ	信立泰	29.92	0.52	0.57	0.66	0.79	58	52	45	38
002653.SZ	海思科	31.09	0.26	0.35	0.54	0.75	120	89	58	41
002422.SZ	科伦药业	32.59	1.64	1.81	2.05	2.36	20	18	16	14
平均值							66	53	40	31

数据来源：Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	920.01	923.38	1062.71	1267.83	净利润	187.57	125.37	166.08	216.72
营业成本	101.05	101.57	118.25	145.04	折旧与摊销	36.63	111.64	111.64	111.64
营业税金及附加	5.90	5.92	6.82	8.13	财务费用	-11.46	0.00	0.00	0.00
销售费用	472.59	480.16	550.49	652.93	资产减值损失	-11.91	-5.00	-5.00	0.00
管理费用	110.70	118.19	130.71	152.14	经营营运资本变动	-162.82	2.30	-60.10	-80.15
财务费用	-11.46	0.00	0.00	0.00	其他	161.34	7.51	9.24	2.00
资产减值损失	-11.91	-5.00	-5.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>199.35</b>	<b>241.82</b>	<b>221.86</b>	<b>250.21</b>
投资收益	5.56	0.00	0.00	0.00	资本支出	-15.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.87	-5.00	0.00	0.00	其他	-431.90	-5.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-447.72</b>	<b>-5.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>143.28</b>	<b>114.27</b>	<b>144.11</b>	<b>181.53</b>	短期借款	96.93	-21.93	-25.00	5.00
其他非经营损益	-20.55	-10.34	-12.27	-13.09	长期借款	43.78	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>122.73</b>	<b>103.94</b>	<b>131.84</b>	<b>168.44</b>	股权融资	-37.45	0.00	0.00	0.00
所得税	-64.84	-21.43	-34.24	-48.28	支付股利	-31.30	-30.09	-25.07	-33.22
净利润	187.57	125.37	166.08	216.72	其他	71.66	17.43	0.00	0.00
少数股东损益	37.12	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>143.62</b>	<b>-34.59</b>	<b>-50.07</b>	<b>-28.22</b>
归属母公司股东净利润	150.45	125.37	166.08	216.72	<b>现金流量净额</b>	<b>-106.11</b>	<b>202.23</b>	<b>171.78</b>	<b>222.00</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	230.20	432.44	604.22	826.22	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	311.61	315.20	365.81	434.42	销售收入增长率	6.15%	0.37%	15.09%	19.30%
存货	48.47	48.55	54.72	68.51	营业利润增长率	1.83%	-20.25%	26.11%	25.97%
其他流动资产	639.68	621.64	655.62	705.66	净利润增长率	51.40%	-33.16%	32.47%	30.49%
长期股权投资	49.58	49.58	49.58	49.58	EBITDA 增长率	8.38%	34.11%	13.21%	14.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	410.38	390.21	370.03	349.85	毛利率	89.02%	89.00%	88.87%	88.56%
无形资产和开发支出	1102.10	1010.72	919.35	827.97	三费率	62.15%	64.80%	64.10%	63.50%
其他非流动资产	988.80	988.71	988.62	988.53	净利率	20.39%	13.58%	15.63%	17.09%
<b>资产总计</b>	<b>3780.82</b>	<b>3857.05</b>	<b>4007.96</b>	<b>4250.74</b>	ROE	5.58%	3.60%	4.58%	5.69%
短期借款	96.93	75.00	50.00	55.00	ROA	4.96%	3.25%	4.14%	5.10%
应付和预收款项	116.87	108.32	127.70	157.04	ROIC	11.04%	7.31%	10.04%	13.12%
长期借款	43.78	43.78	43.78	43.78	EBITDA/销售收入	18.31%	24.47%	24.07%	23.12%
其他负债	160.86	145.78	161.30	186.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>418.44</b>	<b>372.89</b>	<b>382.78</b>	<b>442.06</b>	总资产周转率	0.26	0.24	0.27	0.31
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	3.95	4.41	5.61	7.50
资本公积	955.01	955.01	955.01	955.01	应收账款周转率	3.26	3.27	3.44	3.51
留存收益	2050.02	2145.30	2286.31	2469.82	存货周转率	2.35	2.09	2.24	2.30
归属母公司股东权益	3059.94	3181.72	3322.73	3506.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.23%	—	—	—
少数股东权益	302.44	302.44	302.44	302.44	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3362.38</b>	<b>3484.16</b>	<b>3625.17</b>	<b>3808.68</b>	资产负债率	11.07%	9.67%	9.55%	10.40%
负债和股东权益合计	3780.82	3857.05	4007.96	4250.74	带息债务/总负债	33.63%	31.86%	24.50%	22.35%
					流动比率	3.80	5.10	5.84	5.86
					速动比率	3.65	4.93	5.65	5.67
					股利支付率	20.80%	24.00%	15.10%	15.33%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.94	0.78	1.04	1.35
					每股净资产	19.12	19.89	20.77	21.91
					每股经营现金	1.25	1.51	1.39	1.56
					每股股利	0.20	0.19	0.16	0.21
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	168.45	225.91	255.75	293.18					
PE	24.13	28.96	21.86	16.75					
PB	1.19	1.14	1.09	1.04					
PS	3.95	3.93	3.42	2.86					
EV/EBITDA	12.86	8.55	6.79	5.18					
股息率	0.86%	0.83%	0.69%	0.91%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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知情范围内，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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---