

业绩符合预期，自主创新能力走向成熟

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 8.3 亿元（-10.3%），归母净利润 0.4 亿元。2025 年一季度收入 2.1 亿元（+6.4%），归母净利润 0.4 亿元（+6.8%）。业绩符合预期。
- **苏灵营销转型，密盖息再启航。**2024 年苏灵收入 5.9 亿元（-3.5%），2024 年公司将苏灵的联盟模式转为基于数字化赋能的学术自营模式，苏灵经营效率大幅提升，销售费用率下降 4.96%。2024 年，“苏灵”顺利通过谈判续约，延续了原有价格与无医保支付限制的优势。密盖息 2024 年收入 2.3 亿元（-21.6%），由于部分省份实施地方集采导致密盖息业务收入出现阶段性下滑，因此公司计提商誉减值准备 9764.3 万元。
- **自研+外引双轮驱动，研发创新取得阶段性成果。**2024 年，公司主要管线当中 ZY5301 III 期临床试验已达到主要研究终点并完成递交 Pre-NDA，公司正在与 CDE 积极沟通 ZY5301 治疗盆腔炎症性疾病后遗症慢性盆腔痛适应症的上市注册申请。KC1036 临床试验已有超 300 例受试者入组，III 期临床试验加速推进。KC1086 提交临床试验 IND 申请并获得受理通知书。
- **KC1086 市场潜力大，自主创新能力走向成熟。**KC1086 是公司自主研发的一款具有全新结构的强效、高选择性赖氨酸乙酰转移酶 6（KAT6）的小分子抑制剂，拟用于晚期复发或转移性实体瘤的治疗。目前，全球仅两款 KAT6 抑制剂处于临床阶段，分别是辉瑞的 PF-07248144 和齐鲁制药的 QLS1304，均处于临床一期。PF-07248144 的 I 期临床结果显示，针对 CDK4/6 经治的乳腺癌患者，PF-07248144 联合氟维司群 ORR 达 37.2%，mPFS 为 10.7m。与目前疗法相比，PF-07248144 在乳腺癌适应症展现出优异的治疗潜力。KC1086 展现出优异的体内外药效：在 ER+/HER2- 的乳腺癌药效模型中，同等剂量水平下 KC1086 对肿瘤生长具有更强的抑制作用，在其他实体瘤药效模型中显示出类似的效果。
- **盈利预测：**随着研发和商业化的稳步推进，公司业绩增长动力充足，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 9、10.7 和 12.6 亿元，归母净利润为 0.97、1.56 和 2.75 亿元。
- **风险提示：**研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	825.40	898.03	1073.15	1255.58
增长率	-10.28%	8.80%	19.50%	17.00%
归属母公司净利润（百万元）	42.22	97.37	156.14	274.94
增长率	-71.94%	130.65%	60.35%	76.09%
每股收益 EPS（元）	0.26	0.61	0.98	1.73
净资产收益率 ROE	1.34%	3.02%	4.67%	7.72%
PE	115.51	50.08	31.23	17.74
PB	1.55	1.51	1.46	1.37

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

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

分析师：汤泰萌
执业证号：S1250522120001
电话：021-68416017
邮箱：ttm@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)	1.59
流通 A 股(亿股)	1.57
52 周内股价区间(元)	20.15-31.93
总市值(亿元)	48.87
总资产(亿元)	38.85

相关研究

1. 康辰药业（603590）：KC1036 III 期持续推进，金草片即将申报上市（2024-08-30）

关键假设及收入预测

假设 1: 苏灵 2024 年收入 5.9 亿元，假设 2025-2027 年渗透率分别为 21.8%、24.8% 和 25.8%，对应收入 6.4、7.6 和 8.3 亿元。

假设 2: 密盖息 2024 年收入 2.3 亿元，假设 2025-2027 年渗透率分别为 1.6%、1.9% 和 2.1%，对应收入 2.6、3.2 和 3.7 亿元。

假设 3: 假设金草片于 2025 年 NDA，2026 年上市，2027 年渗透率为 1%，对应收入 0.7 亿元。

随着苏灵、密盖息和金草片的持续放量，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 9、10.7 和 12.6 亿元。

表 1：公司收入预测（亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	8.3	9	10.7	12.6
毛利率	89.57%	89.57%	89.57%	89.57%
苏灵	5.92	6.4	7.6	8.3
密盖息	2.33	2.6	3.2	3.7
金草片				0.7

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	189.98	379.65	746.82	1198.61	营业收入	825.40	898.03	1073.15	1255.58
应收票据及账款	257.38	287.73	343.84	402.29	营业成本	86.13	93.70	111.98	131.01
预付账款	4.71	9.60	11.47	13.43	税金及附加	6.75	7.34	8.77	10.26
其他应收款	33.84	33.42	39.94	46.73	销售费用	418.44	451.71	536.57	565.01
存货	72.38	50.39	60.22	70.45	管理费用	135.31	143.69	150.24	163.23
其他流动资产	528.25	535.08	551.54	568.69	研发费用	54.94	76.33	85.85	97.94
流动资产总计	1086.54	1295.88	1753.83	2300.19	财务费用	-5.33	4.56	-0.34	-2.59
长期股权投资	49.32	43.15	36.98	30.81	资产减值损失	-105.55	-43.73	-52.25	-61.14
固定资产	216.89	172.95	123.53	68.64	信用减值损失	-6.42	-5.44	-6.50	-7.61
在建工程	209.85	174.87	139.90	104.92	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	842.67	638.74	428.33	211.42	投资收益	18.14	7.54	7.54	7.54
长期待摊费用	0.59	0.29	0.00	0.00	公允价值变动损益	-0.49	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1513.84	1474.88	1435.91	1396.95	资产处置收益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
非流动资产合计	2833.15	2504.89	2164.65	1812.74	其他收益	4.25	10.50	10.50	10.50
资产总计	3919.69	3800.77	3918.48	4112.93	营业利润	39.09	89.56	139.35	240.02
应付票据及账款	73.57	64.33	76.87	89.94	营业外收入	0.00	0.26	0.26	0.26
其他流动负债	138.16	126.58	150.91	175.66	营业外支出	0.23	7.31	7.31	7.31
流动负债合计	352.68	190.91	227.79	265.60	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	60.65	42.24	24.86	8.56	利润总额	38.86	82.51	132.30	232.96
其他非流动负债	80.20	80.20	80.20	80.20	所得税	17.33	0.96	1.53	2.70
非流动负债合计	140.84	122.44	105.06	88.75	净利润	21.53	81.55	130.77	230.26
负债合计	493.52	313.35	332.84	354.35	少数股东损益	-20.69	-15.82	-25.37	-44.67
股本	159.36	159.36	159.36	159.36	归属母公司股东净利润	42.22	97.37	156.14	274.94
资本公积	944.60	944.60	944.60	944.60	EBITDA	70.52	409.16	466.02	576.11
留存收益	2040.46	2117.54	2241.12	2458.75	NOPLAT	12.41	93.12	137.49	234.76
归属母公司权益	3144.41	3221.49	3345.08	3562.70	EPS(元)	0.26	0.61	0.98	1.73
少数股东权益	281.75	265.93	240.56	195.88					
股东权益合计	3426.16	3487.42	3585.63	3758.58	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益合计	3919.69	3800.77	3918.48	4112.93	成长能力				
					营收增长率	-10.28%	8.80%	19.50%	17.00%
					营业利润增长率	-72.72%	129.13%	55.60%	72.23%
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	EBIT 增长率	-69.86%	159.65%	51.55%	74.58%
税后经营利润	21.53	70.70	119.91	219.41	EBITDA 增长率	-54.52%	480.21%	13.90%	23.62%
折旧与摊销	36.98	322.09	334.06	345.74	归母净利润增长率	-71.94%	130.65%	60.35%	76.09%
财务费用	-5.33	4.56	-0.34	-2.59	经营现金流增长率	-13.60%	109.19%	11.89%	26.31%
投资损失	-18.14	-7.54	-7.54	-7.54	盈利能力				
营运资金变动	-17.93	-40.48	-53.91	-56.77	毛利率	89.57%	89.57%	89.57%	89.57%
其他经营现金流	155.13	10.99	10.99	10.99	净利率	2.61%	9.08%	12.19%	18.34%
经营性现金净流量	172.25	360.32	403.17	509.24	营业利润率	4.74%	9.97%	12.99%	19.12%
资本支出	75.09	0.00	0.00	-0.00	ROE	1.34%	3.02%	4.67%	7.72%
长期投资	-114.24	0.00	0.00	0.00	ROA	1.08%	2.56%	3.98%	6.68%
其他投资现金流	-9.07	13.58	13.58	13.58	ROIC	0.56%	4.17%	7.04%	13.95%
投资性现金净流量	-198.40	13.58	13.58	13.58	估值倍数				
短期借款	44.03	-140.96	0.00	0.00	P/E	115.51	50.08	31.23	17.74
长期借款	16.86	-18.40	-17.38	-16.31	P/S	5.91	5.43	4.54	3.88
普通股增加	-0.64	0.00	0.00	0.00	P/B	1.55	1.51	1.46	1.37
资本公积增加	-10.42	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.42%	0.67%	1.18%
其他筹资现金流	-58.10	-24.86	-32.21	-54.72	EV/EBIT	84.57	41.42	24.36	11.81
筹资性现金净流量	-8.27	-184.22	-49.59	-71.03	EV/EBITDA	40.22	8.82	6.90	4.72
现金流量净额	-37.24	189.68	367.16	451.79	EV/NOPLAT	228.60	38.73	23.38	11.59

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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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	资深销售经理	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
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@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	lzt@swsc.com.cn