

业绩阵痛期，成长主线清晰

——康辰药业 24 年报&25 一季报点评

核心观点

- 24 年利润承压，25Q1 呈现回暖态势。**公司发布 24 年报和 25 年一季报。24 年，公司实现营收 8.25 亿元（同比-10.3%），归母净利润 0.42 亿元（同比-71.9%），扣非归母净利润 0.31 亿元（同比-75.5%），利润端显著下滑主要受计提“密盖息”资产组商誉减值影响。25Q1 实现营收 2.12 亿元（同比+6.4%），归母净利润 0.44 亿元（同比+6.8%），扣非归母净利润 0.44 亿元（同比+10.7%），业绩端已呈现出复苏的态势。
- 存量业务经历阵痛期，成长空间逐步打开。**分板块看，“苏灵”实现销售收入 5.92 亿元（同比-3.5%），主要系营销转型，从联盟模式转为基于数字化赋能的学术自营模式，但“苏灵”的经营效益也因此大幅提升，销售费用同比下降 12.81%，销售费用率同比下降 4.96%；“密盖息”实现销售收入 2.33 亿元（同比-21.6%），主要系部分省份实施地方集采，导致收入出现阶段性下滑所致。我们认为，随着未来营销转型的继续推进，以及“密盖息”集采影响逐步消退，公司业绩和盈利能力有望双双提升。
- 管线推进顺利，中长期成长动力足。**1) KC1036：食管鳞癌适应症目前处于 III 期临床阶段，KC1036 单药治疗晚期食管鳞癌患者的 II 期阶段性结果显示：ORR 为 26.1%，DCR 为 69.6%，mOS 为 7.1m，均明显优于现有临床结果，胸腺肿瘤和儿童尤文肉瘤等其他适应症均有序推进中；2) 金草片：Pre-NDA 已获受理，公司正与 CDE 沟通上市注册申请；3) KC1086：公司自主研发的高选择性 KAT6 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 IND 已获受理；4) 犬用“苏灵”：补充研究已于 25Q1 完成并上报。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年报，我们下调营业收入，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.84/1.14/1.40 元（原 25-26 年预测为 0.90/1.29 元）。根据可比公司估值水平，给予公司 2025 年 46 倍 PE，对应目标价为 38.64 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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	920	825	969	1,141	1,289
同比增长(%)	6.1%	-10.3%	17.4%	17.8%	12.9%
营业利润(百万元)	143	39	217	285	337
同比增长(%)	1.8%	-72.7%	454.7%	31.6%	18.1%
归属母公司净利润(百万元)	150	42	133	182	224
同比增长(%)	48.2%	-71.9%	215.6%	36.9%	22.6%
每股收益(元)	0.94	0.26	0.84	1.14	1.40
毛利率(%)	89.0%	89.6%	89.7%	89.8%	89.8%
净利率(%)	16.4%	5.1%	13.8%	16.0%	17.3%
净资产收益率(%)	5.0%	1.4%	4.1%	5.4%	6.3%
市盈率	33.0	117.5	37.2	27.2	22.2
市净率	1.6	1.6	1.5	1.4	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（2025 年 05 月 23 日）	31.13 元
目标价格	38.64 元
52 周最高价/最低价	31.99/20.07 元
总股本/流通 A 股（万股）	15,936/15,724
A 股市值（百万元）	4,961
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 05 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.24	4.04	29.28	10.36
相对表现%	5.42	1.52	31.7	3.76
沪深 300%	-0.18	2.52	-2.42	6.6



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524080006

联系人

胡俊涛	hujuntao@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

业绩承压，临床管线有序推进：——康辰药业 2024 年中报点评	2024-09-02
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	2024-05-11
苏灵加速放量，研发管线积极推进：——康辰药业 23Q3 点评	2023-10-30

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			
		2025/5/23	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
贝达药业	300558	53.44	0.96	1.65	2.24	2.52	55.55	32.43	23.85	21.21
恒瑞医药	600276	54.50	0.99	1.11	1.29	1.48	54.87	48.97	42.41	36.77
特宝生物	688278	74.58	2.03	2.78	3.79	4.72	36.66	26.80	19.69	15.80
海思科	002653	44.04	0.35	0.50	0.65	0.83	124.72	88.68	67.54	52.96
丽珠集团	000513	36.65	2.28	2.49	2.74	3.03	16.08	14.73	13.37	12.11
信立泰	002294	45.10	0.54	0.59	0.72	0.82	83.58	75.87	63.06	54.78
	最大值						124.72	88.68	67.54	54.78
	最小值						16.08	14.73	13.37	12.11
	平均数						61.91	47.91	38.32	32.27
	调整后平均						57.66	46.02	37.25	31.68

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	230	190	643	670	807	营业收入	920	825	969	1,141	1,289
应收票据、账款及款项融资	283	257	310	357	406	营业成本	101	86	100	116	131
预付账款	12	5	10	11	11	销售费用	473	418	454	527	594
存货	48	72	54	72	87	管理费用	111	135	142	149	156
其他	656	562	519	588	569	研发费用	95	55	58	61	65
流动资产合计	1,230	1,087	1,536	1,699	1,880	财务费用	(11)	(5)	3	(0)	(1)
长期股权投资	50	49	56	52	52	资产、信用减值损失	19	112	11	14	14
固定资产	220	199	183	178	169	公允价值变动收益	(1)	(0)	1	1	1
在建工程	191	210	220	217	215	投资净收益	6	18	10	9	8
无形资产	855	843	852	863	878	其他	6	(3)	3	0	(2)
其他	1,236	1,532	1,148	1,222	1,271	营业利润	143	39	217	285	337
非流动资产合计	2,551	2,833	2,459	2,532	2,585	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	3,781	3,920	3,995	4,231	4,465	营业外支出	21	0	7	9	6
短期借款	97	141	79	106	109	利润总额	123	39	210	276	332
应付票据及应付账款	83	74	69	92	102	所得税	(65)	17	52	69	83
其他	143	138	136	141	140	净利润	188	22	157	207	249
流动负债合计	323	353	284	338	351	少数股东损益	37	(21)	24	25	25
长期借款	44	50	50	50	50	归属于母公司净利润	150	42	133	182	224
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.94	0.26	0.84	1.14	1.40
其他	51	91	74	76	80	主要财务比率					
非流动负债合计	95	141	124	126	130		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	418	494	408	464	481	成长能力					
少数股东权益	302	282	306	330	356	营业收入	6.1%	-10.3%	17.4%	17.8%	12.9%
实收资本（或股本）	160	159	159	159	159	营业利润	1.8%	-72.7%	454.7%	31.6%	18.1%
资本公积	876	909	945	945	945	归属于母公司净利润	48.2%	-71.9%	215.6%	36.9%	22.6%
留存收益	2,050	2,045	2,178	2,333	2,525	获利能力					
其他	(27)	32	0	0	0	毛利率	89.0%	89.6%	89.7%	89.8%	89.8%
股东权益合计	3,362	3,426	3,588	3,767	3,984	净利率	16.4%	5.1%	13.8%	16.0%	17.3%
负债和股东权益总计	3,781	3,920	3,995	4,231	4,465	ROE	5.0%	1.4%	4.1%	5.4%	6.3%
现金流量表						ROIC	6.0%	0.5%	4.5%	5.6%	6.2%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	188	22	157	207	249	资产负债率	11.1%	12.6%	10.2%	11.0%	10.8%
折旧摊销	34	34	31	32	34	净负债率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(11)	(5)	3	(0)	(1)	流动比率	3.80	3.08	5.42	5.02	5.36
投资损失	(6)	(18)	(10)	(9)	(8)	速动比率	3.65	2.88	5.23	4.81	5.11
营运资金变动	(158)	144	(79)	(76)	(31)	营运能力					
其它	153	(3)	267	(58)	(34)	应收账款周转率	3.4	3.2	3.6	3.6	3.5
经营活动现金流	199	172	369	96	209	存货周转率	2.4	1.4	1.6	1.9	1.6
资本支出	(48)	(10)	(33)	(35)	(37)	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
长期投资	21	0	(7)	5	(1)	每股指标（元）					
其他	(420)	(189)	153	(38)	(5)	每股收益	0.94	0.26	0.84	1.14	1.40
投资活动现金流	(448)	(198)	112	(68)	(44)	每股经营现金流	1.25	1.08	2.31	0.60	1.31
债权融资	44	5	1	(0)	(0)	每股净资产	19.20	19.73	20.59	21.57	22.77
股权融资	9	32	36	0	0	估值比率					
其他	91	(45)	(64)	(1)	(28)	市盈率	33.0	117.5	37.2	27.2	22.2
筹资活动现金流	144	(8)	(28)	(1)	(28)	市净率	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4
汇率变动影响	(1)	(3)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	27.0	66.7	17.9	14.2	12.1
现金净增加额	(106)	(37)	453	27	137	EV/EBIT	34.0	132.9	20.4	15.8	13.3

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。