

## 内生动能强劲，创新管线潜力充足

——康辰药业 2025 年报及 2026 年一季报点评

### 核心观点

- 业绩高速增长，盈利能力显著修复。**2025 年公司实现营收 9.15 亿元（同比+10.9%），归母净利润 1.66 亿元（同比+293%），扣非归母净利润 1.62 亿元（同比+421%）。2026Q1 公司实现营收 2.15 亿元（同比 1.4%），归母净利润 0.47 亿元（同比 6.1%），扣非归母净利润 0.46 亿元（同比 4.9%），盈利能力持续改善。业绩高增主要来自于核心产品苏灵销量快速增长，叠加 2024 年因商誉减值低基数效应，公司内生增长动能强劲。
- 营销转型成效凸显，销售费用持续优化。**公司全面推进“自营主导+联盟协同”双轮驱动模式：自营团队规模稳步扩大，覆盖全国多省终端市场，同时数字化营销赋能成果显著，药物可及性增长显著。2025 年公司销售费用率同比下降约 4pct，营销效率持续改善。按产品来看：1）2025 年苏灵实现营收 6.68 亿元（同比 12.9%），销量同比 20.0%，核心产品重回高增长；2）密盖息实现营收 2.46 亿元（同比 5.7%），其中鼻喷剂型增量显著。
- 创新管线加速推进，产品矩阵日益丰富。**公司核心管线快速推进，具体来看：1）KC1036：单药治疗二线及三线晚期食管鳞癌、晚期胸腺癌快速推进，均已进入关键性三期临床；同时积极扩展联合 PD-1 及化疗治疗一线食管鳞癌的临床研究；2）今草片：治疗盆腔炎症性疾病后遗症引起的慢性盆腔痛的上市申请已于近期受理，有望成为业绩增长的重要增量；3）KC1086：全球首个进入临床的 KAT6/7 双靶点抑制剂，创新程度较高，正在积极开展国内 I 期临床，同时已获得 FDA 临床研究默许，有望为公司打开国际化发展路径；4）早研项目：公司创新研发能力不断提升，KC1101（TACC3 靶点，抗肿瘤药物）、KC5827（非 GLP-1 类减重药物）等多款自研药物具备“全球新”潜力，差异化优势显著。

### 盈利预测与投资建议

- 考虑到研发投入增加，我们小幅调整利润水平，预测公司 2026-2027 年每股收益分别为：1.16/1.44 元（原 2026-2027 年预测为 1.17/1.42 元），并新增预测 2028 年每股收益为 1.82 元。根据可比公司估值水平，给予公司 2026 年 36 倍 PE，对应目标价为 41.76 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、医药行业政策风险等。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	825	915	1,023	1,128	1,281
同比增长(%)	-10.3%	10.9%	11.8%	10.3%	13.6%
营业利润(百万元)	39	203	272	324	408
同比增长(%)	-72.7%	419.4%	34.0%	19.0%	26.0%
归属母公司净利润(百万元)	42	166	185	229	290
同比增长(%)	-71.9%	293.1%	11.3%	23.9%	26.6%
每股收益(元)	0.27	1.04	1.16	1.44	1.82
毛利率(%)	89.6%	89.9%	90.1%	90.2%	90.3%
净利率(%)	5.1%	18.1%	18.1%	20.3%	22.6%
净资产收益率(%)	1.4%	5.2%	5.6%	6.5%	7.7%
市盈率	132.8	33.8	30.3	24.5	19.4
市净率	1.8	1.7	1.6	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

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月28日）	36.27元
目标价格	41.76元
52周最高价/最低价	67.98/27.59元
总股本/流通A股（万股）	15,901/15,822
A股市值（百万元）	5,767
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026年04月28日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.28	-1.33	-10.95	20.61
相对表现%	0.49	-7.01	-11.8	-5.21
沪深300%	-0.21	5.68	0.85	25.82



### 证券分析师

伍云飞	执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199 wuyunfei1@orientsec.com.cn 021-63326320
傅肖依	执业证书编号：S0860524080006 fuxiaoyi@orientsec.com.cn 021-63326320

### 相关报告

业绩回暖，营销转型显成效：——康辰药业 2025 年中报点评	2025-09-04
业绩阵痛期，成长主线清晰：——康辰药业 24 年报&25 一季报点评	2025-05-26
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

图 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			
		2026/4/28	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
贝达药业	300558	49.52	0.96	0.73	1.65	2.01	51.76	68.24	29.98	24.64
恒瑞医药	600276	54.84	0.95	1.16	1.44	1.71	57.44	47.20	38.10	32.10
特宝生物	688278	58.85	2.03	2.53	3.23	4.13	29.03	23.29	18.20	14.27
海思科	002653	57.08	0.35	0.23	0.87	0.76	161.65	246.25	65.47	74.72
丽珠集团	000513	32.67	2.32	2.28	2.46	2.73	14.07	14.34	13.26	11.95
信立泰	002294	53.09	0.54	0.58	0.71	0.89	98.39	90.85	74.30	59.63
奥赛康	002755	15.25	0.17	0.31	0.51	0.73	88.30	48.89	30.18	20.97
	最大值						161.65	246.25	74.30	74.72
	最小值						14.07	14.34	13.26	11.95
	平均数						71.52	77.01	38.50	34.04
	调整后平均						64.98	55.69	36.39	30.32

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	190	333	640	762	1,041	营业收入	825	915	1,023	1,128	1,281
应收票据、账款及款项融资	257	278	315	347	393	营业成本	86	92	101	110	124
预付账款	5	9	10	10	12	销售费用	418	429	434	456	487
存货	72	54	64	76	79	管理费用	135	139	145	158	173
其他	562	721	653	657	695	研发费用	55	52	58	64	72
<b>流动资产合计</b>	<b>1,087</b>	<b>1,396</b>	<b>1,683</b>	<b>1,852</b>	<b>2,220</b>	财务费用	(5)	2	6	3	1
长期股权投资	49	47	49	48	48	资产、信用减值损失	112	15	19	25	26
固定资产	199	313	289	265	240	公允价值变动收益	(0)	4	1	1	1
在建工程	210	82	87	92	96	投资净收益	18	18	14	17	16
无形资产	843	833	829	824	821	其他	(3)	(5)	(2)	(5)	(7)
其他	1,532	1,424	1,278	1,348	1,319	<b>营业利润</b>	<b>39</b>	<b>203</b>	<b>272</b>	<b>324</b>	<b>408</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,833</b>	<b>2,699</b>	<b>2,531</b>	<b>2,577</b>	<b>2,524</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,920</b>	<b>4,095</b>	<b>4,214</b>	<b>4,429</b>	<b>4,744</b>	营业外支出	0	14	12	8	11
短期借款	141	253	164	186	201	<b>利润总额</b>	<b>39</b>	<b>190</b>	<b>261</b>	<b>315</b>	<b>397</b>
应付票据及应付账款	74	31	30	33	37	所得税	17	20	65	79	99
其他	138	175	188	135	134	<b>净利润</b>	<b>22</b>	<b>169</b>	<b>196</b>	<b>237</b>	<b>298</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>353</b>	<b>459</b>	<b>382</b>	<b>354</b>	<b>372</b>	少数股东损益	(21)	3	11	8	8
长期借款	50	54	54	54	54	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>42</b>	<b>166</b>	<b>185</b>	<b>229</b>	<b>290</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.27	1.04	1.16	1.44	1.82
其他	91	85	74	81	80						
<b>非流动负债合计</b>	<b>141</b>	<b>139</b>	<b>128</b>	<b>135</b>	<b>134</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>494</b>	<b>599</b>	<b>510</b>	<b>489</b>	<b>506</b>		<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
少数股东权益	282	285	296	304	312	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	159	159	159	159	159	营业收入	-10.3%	10.9%	11.8%	10.3%	13.6%
资本公积	909	916	949	949	949	营业利润	-72.7%	419.4%	34.0%	19.0%	26.0%
留存收益	2,045	2,115	2,300	2,529	2,818	归属于母公司净利润	-71.9%	293.1%	11.3%	23.9%	26.6%
其他	32	21	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,426</b>	<b>3,496</b>	<b>3,704</b>	<b>3,940</b>	<b>4,238</b>	毛利率	89.6%	89.9%	90.1%	90.2%	90.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,920</b>	<b>4,095</b>	<b>4,214</b>	<b>4,429</b>	<b>4,744</b>	净利率	5.1%	18.1%	18.1%	20.3%	22.6%
						ROE	1.4%	5.2%	5.6%	6.5%	7.7%
						ROIC	0.5%	4.9%	5.4%	6.0%	7.1%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	12.6%	14.6%	12.1%	11.0%	10.7%
净利润	22	169	196	237	298	净负债率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	34	32	39	40	40	流动比率	3.08	3.04	4.41	5.24	5.97
财务费用	(5)	2	6	3	1	速动比率	2.88	2.92	4.24	5.02	5.75
投资损失	(18)	(18)	(14)	(17)	(16)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	144	(124)	(18)	(80)	(81)	应收账款周转率	3.2	3.5	3.6	3.5	3.6
其它	(3)	53	36	(38)	34	存货周转率	1.4	1.5	1.7	1.6	1.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>172</b>	<b>116</b>	<b>244</b>	<b>144</b>	<b>277</b>	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
资本支出	(10)	3	(16)	(16)	(16)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	2	(2)	0	0	每股收益	0.27	1.04	1.16	1.44	1.82
其他	(189)	39	144	(27)	4	每股经营现金流	1.08	0.73	1.54	0.91	1.74
<b>投资活动现金流</b>	<b>(198)</b>	<b>44</b>	<b>127</b>	<b>(42)</b>	<b>(12)</b>	每股净资产	19.77	20.20	21.43	22.87	24.69
债权融资	5	6	(0)	(0)	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	32	7	33	0	0	市盈率	132.8	33.8	30.3	24.5	19.4
其他	(45)	(30)	(96)	20	14	市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(8)</b>	<b>(17)</b>	<b>(63)</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	EV/EBITDA	75.1	21.3	15.9	13.8	11.2
汇率变动影响	(3)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	149.7	24.6	18.2	15.5	12.4
<b>现金净增加额</b>	<b>(37)</b>	<b>143</b>	<b>308</b>	<b>122</b>	<b>279</b>						

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](http://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。