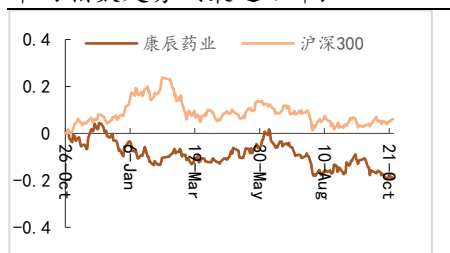


评级： 买入

核心观点

李志新  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110520090001  
lizhixin@sczq.com.cn  
电话：86-10-56511807

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	31.50
一年内最高/最低价(元)	41.10/30.89
市盈率(当前)	28.19
市净率(当前)	1.76
总股本(亿股)	1.60
总市值(亿元)	50.40

资料来源：聚源数据

相关研究

- 康辰药业:KC1036 临床 I 期进展顺利, 良好开局奠定未来前景
- 康辰药业: 苏灵销量快速恢复, 密盖息是未来业绩增长源动力
- 康辰药业(603590): 一季报业绩符合预期, 密盖息业务开始贡献利润

事件: 公司公告 2021 年三季报, 前三季度实现营收 5.97 亿元, 同比增长 8.47%; 归母净利润 1.37 亿元, 同比下降 3.20%; 扣非归母净利润 1.20 亿元, 同比下降 1.44%。

点评:

- **业绩受到医保降价影响, 基本符合预期。** Q3 营业收入为 1.41 亿元, 环比和同比下降较多, 我们预计主要系苏灵于执行国家新医保价后收入降低、季度销售量较低(公司历年 Q2 均为销售旺季, Q3 收入环比下降较多); Q3 扣非归母净利润为 0.33 亿元, 同比与去年基本持平, 环比提升 27%, 密盖息成为业绩增长新动力; Q3 销售净利率为 29.96%, 环比提升 14.29%, 预计主要系高净利率产品密盖息(约 39%)放量所致。密盖息成为公司未来业绩增量源动力, 2021-2023 年, 密盖息业务承诺利润不低于 0.8 亿元、1.0 亿元和 1.2 亿元。同时, 公司年产 500kg 抗肿瘤原料药“注射用盐酸洛拉曲克”生产基地建设项目厂房目前基本建设完成, 预计于 2022 年 5 月可以投入使用, 有望成为公司新的业绩增长点。
- **定增项目获批, 创新药业务有序推进。** 公司用于“KC1036 创新药物研发项目”的非公开发行股票申请于 2021 年 8 月 30 日获证监会审核通过, 实控人王锡娟女士及一致行动人全额认购, 充分彰显对公司未来信心。预计 KC1036 研发项目到上市需投资 9.2 亿元, 公司此次定增为后续研发提供了充足的资金保障。KC1036 属于 FIC 多靶点全新结构小分子靶向抗肿瘤药物, 目前仍在临床 I 期, 临床披露的数据显示产品具有良好的抗肿瘤活性、安全性和耐受性, 未来有望成为包括消化道系统肿瘤在内的多种晚期癌症的有效药物。另外, 积极与外部第三方拓展合作, 与药明康德签署《合作开发合同书》, 双方共同对 HPK1 抑制剂用于实体瘤治疗一类新药研发项目进行合作开发, 双方采用共同研发、收益共享的模式进行合作, 进一步丰富公司新药研发储备。
- **盈利预测:** 我们暂维持之前盈利预测, 预计 2021-2023 年, 公司营收分别为 10.8/12.7/14.5 亿元, 分别同比增长 33.5%/17.5%/14.7%, 归母净利润分别为 2.22/2.66/3.03 亿元, 分别同比增长 21.3%/19.7%/13.7%。前日收盘价(31.50 元)对应 PE(2021E)约为 22.7 倍。估值合理偏低, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发不及预期; 政策风险。

---

### 盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(亿元)	8.09	10.80	12.69	14.56
营收增速(%)		33.5%	17.5%	14.7%
净利润(亿元)	1.83	2.22	2.66	3.03
净利润增速(%)		21.3%	19.7%	13.7%
EPS(元/股)	1.15	1.39	1.66	1.89
PE	29.2	24.1	20.1	17.7

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1808.2	2326.6	2539.4	2767.8	经营活动现金流	373.7	165.0	190.8	220.6
现金	1346.7	1751.4	1896.3	2060.7	净利润	183.4	222.4	266.2	302.8
应收账款	174.7	230.2	270.5	310.3	折旧摊销	32.7	38.8	44.3	46.1
其它应收款	38.3	51.1	60.0	68.9	财务费用	-48.2	-35.3	-35.5	-38.6
预付账款	4.8	9.3	10.8	11.9	投资损失	-52.4	-52.0	-52.0	-52.0
存货	33.9	65.2	75.7	83.4	营运资金变动	281.6	-13.4	-34.0	-39.3
其他	3.7	5.0	5.9	6.7	其它	-23.4	4.5	1.8	1.6
非流动资产	1977.4	1274.3	1294.3	1312.6	投资活动现金流	-300.4	-53.5	-13.5	-13.5
长期投资	67.5	67.5	67.5	67.5	资本支出	-105.0	-105.0	-65.0	-65.0
固定资产	280.9	437.4	458.1	477.1	长期投资	-7.7	0.0	0.0	0.0
无形资产	917.8	60.0	59.0	58.1	其他	-187.7	51.5	51.5	51.5
其他	64.0	64.0	64.0	64.0	筹资活动现金流	-48.2	-188.3	-32.4	-42.7
资产总计	3785.7	3600.9	3833.7	4080.4	短期借款	24.5	24.0	24.0	24.0
流动负债	595.0	698.4	732.9	758.2	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	24.5	24.0	24.0	24.0	其他	-96.3	-247.6	-67.9	-81.3
应付账款	108.4	209.7	243.4	268.1	现金净增加额	25.2	-76.8	144.9	164.4
其他	0.3	0.6	0.7	0.8					
非流动负债	106.7	106.7	106.7	106.7	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	35.7	35.7	35.7	35.7	营业收入	-24.1%	33.5%	17.5%	14.7%
负债合计	701.7	805.1	839.6	864.9	营业利润	-29.8%	20.7%	19.7%	13.5%
少数股东权益	5.6	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	-31.1%	21.3%	19.7%	13.7%
归属母公司股东权益	3078.3	2795.8	2994.1	3215.5	获利能力				
负债和股东权益	3785.7	3600.9	3833.7	4080.4	毛利率	92.7%	89.4%	89.5%	89.9%
					净利率	22.7%	20.6%	21.0%	20.8%
					ROE	6.0%	8.0%	8.9%	9.4%
					ROIC	4.4%	6.6%	7.6%	8.1%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	偿债能力				
营业收入	808.6	1079.9	1268.9	1455.8	资产负债率	18.5%	22.4%	21.9%	21.2%
营业成本	59.2	114.6	133.1	146.6	净负债比率	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
营业税金及附加	11.8	15.8	18.6	21.3	流动比率	3.04	3.33	3.46	3.65
营业费用	473.2	615.5	710.6	815.2	速动比率	2.98	3.24	3.36	3.54
研发费用	93.1	97.2	114.2	131.0	营运能力				
管理费用	62.4	70.2	76.1	87.3	总资产周转率	0.21	0.30	0.33	0.36
财务费用	-48.2	-35.3	-35.5	-38.6	应收账款周转率	3.42	4.67	4.43	4.38
资产减值损失	0.7	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	0.35	0.72	0.59	0.57
公允价值变动收益	1.4	2.0	2.0	2.0	每股指标(元)				
投资净收益	51.0	50.0	50.0	50.0	每股收益	1.15	1.39	1.66	1.89
营业利润	210.2	253.8	303.9	344.9	每股经营现金	2.34	1.03	1.19	1.38
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	19.24	17.47	18.71	20.10
营业外支出	2.2	1.0	1.0	1.0	估值比率				
利润总额	208.0	252.8	302.9	343.9	P/E	27.5	22.7	18.9	16.6
所得税	24.7	30.4	36.7	41.2	P/B	1.64	1.80	1.68	1.57
净利润	183.4	222.4	266.2	302.8					
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0					
归属母公司净利润	183.4	222.4	266.2	302.8					
EBITDA	194.8	257.3	312.7	352.4					
EPS (元)	1.15	1.39	1.66	1.89					

## 分析师简介

李志新，医药行业首席分析师，中国科学院生物化学与分子生物学博士，6年证券卖方从业经历，9年医药行业研究经历，“慧眼”量化评选 2020 最佳分析师医药生物第二名。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现