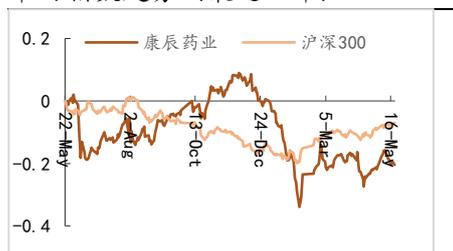


评级： 买入

王斌  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110522030002  
wangbin3@sczq.com.cn  
电话: 86-10-81152644

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)	30.15
一年内最高/最低价 (元)	41.95/23.19
市盈率 (当前)	28.98
市净率 (当前)	1.53
总股本 (亿股)	1.60
总市值 (亿元)	48.24

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 康辰药业 (603590.SH) 点评: 利润端表现超预期, 静待创新药研发突破
- 康辰药业 (603590.SH) 点评: 业绩拐点明确, 创新药研发有望逐步兑现
- 康辰药业 (603590.SH) 点评: 研发成果逐步兑现, 公司迎来业绩拐点

核心观点

- 事件:** 公司发布 2023 年报, 2023 年实现营业收入为 9.20 亿元 (+6.15%), 归母净利润为 1.50 亿元 (+48.24%), 扣非归母净利润为 1.27 亿元 (+42.51%)。2024 年 1 季度, 公司实现营业收入 1.99 亿元 (+20.67%), 归母净利润为 4165 万元 (+62.28%), 扣非归母净利润为 3966 万元 (+74.63%)。
- “苏灵”快速增长, “密盖息”表现稳健。** 2023 年“苏灵” (注射用尖吻蝮蛇血凝酶) 实现收入 6.13 亿元 (+13.89%), 销量 300 万盒 (+19.83%), 保持较快增长, 主要是由于: (1) 医保支付限制解除; (2) 疫情后手术量复苏。由于竞品在近年来被纳入国家集采和区域联盟药品集中采购, 我们认为凭借较高的药物经济学价值和有利的市场竞争格局, “苏灵”仍有望保持快速增长。“密盖息” (鲑降钙素注射液和鼻喷剂) 收入 2.97 亿元 (+0.51%), 其中注射剂收入下滑但鼻喷剂收入快速增长, 我们认为“密盖息”为原研进口品牌, 具有差异化优势, 未来仍有望保持稳健。
- 积极变革销售模式, 创新药研发持续突破。** 2023 年起 4 季度起, 公司对营销管理模式启动了转型变革, 逐步建立起自营体系, 我们认为模式的变革有利于销售费用率优化, 带动公司利润率提升。公司创新药研发持续突破; 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, 其中晚期食管鳞癌适应症进入 III 期临床研究、晚期胸腺肿瘤适应症进入 II 期临床研究; 金草片 III 期临床试验已达到主要研究终点, 预计即将申报生产。
- 盈利预测和估值。** 我们预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 10.57 亿元、11.85 亿元和 13.65 亿元, 同比增速分别为 14.9%、12.1% 和 15.2%; 归母净利润分别为 1.81 亿元、2.12 亿元和 2.51 亿元, 同比增速分别为 20.5%、16.9% 和 18.1%, 以 5 月 20 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 26.6 倍、22.8 倍和 19.3 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** “苏灵”医保续约谈判降价超预期; 新产品放量/获批进度低于预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	9.20	10.57	11.85	13.65
营收增速 (%)	6.1%	14.9%	12.1%	15.2%
归母净利润 (亿元)	1.51	1.81	2.12	2.51
归母净利润增速 (%)	48.2%	20.5%	16.9%	18.1%
EPS (元/股)	0.94	1.13	1.32	1.56
PE	32.1	26.6	22.8	19.3

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)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,230	1,669	2,055	2,559	经营活动现金流	199	272	297	271
现金	230	620	811	1,144	净利润	150	181	212	250
应收账款	264	267	290	324	折旧摊销	37	111	103	96
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	4	-13	-13	-13
预付账款	12	16	20	21	投资损失	-6	-1	-1	-1
存货	48	45	45	62	营运资金变动	2	-81	-44	-114
其他	676	713	887	1,005	其它	-26	35	-3	4
非流动资产	2,551	2,491	2,610	2,827	投资活动现金流	-448	-74	-240	-160
长期投资	50	50	50	50	资本支出	-133	-70	-220	-230
固定资产	220	224	229	262	长期投资	21	0	0	0
无形资产	855	769	692	623	其他	-243	-336	-4	-20
其他	1,235	1,217	1,218	1,301	筹资活动现金流	144	191	134	222
资产总计	3,781	4,160	4,665	5,386	短期借款	97	0	0	0
流动负债	324	310	329	346	长期借款	44	0	0	0
短期借款	97	97	97	97	其他	38	252	155	275
应付账款	83	50	65	70	现金净增加额	-105	389	192	333
其他	94	94	94	94	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
非流动负债	95	131	144	162	成长能力				
长期借款	44	44	44	44	营业收入	6.1%	14.9%	12.1%	15.2%
其他	51	87	100	118	营业利润	1.8%	81.4%	15.0%	16.9%
负债合计	419	441	473	508	归属母公司净利润	48.2%	20.5%	16.9%	18.1%
少数股东权益	302	341	385	434	获利能力				
归属母公司股东权益	3,060	3,378	3,807	4,444	毛利率	89.0%	88.1%	87.8%	87.1%
负债和股东权益	3,781	4,160	4,665	5,386	净利率	20.4%	20.9%	21.6%	22.0%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	ROE	4.5%	4.9%	5.1%	5.1%
营业收入	920	1,057	1,185	1,365	ROIC	6.6%	10.2%	10.3%	10.0%
营业成本	101	126	144	176	偿债能力				
营业税金及附加	6	12	13	12	资产负债率	11.1%	10.6%	10.2%	9.4%
营业费用	473	476	515	580	净负债比率	6.0%	6.4%	6.0%	5.5%
研发费用	95	74	95	109	流动比率	3.8	5.4	6.2	7.4
管理费用	111	122	130	150	速动比率	3.6	5.2	6.1	7.2
财务费用	-11	-13	-13	-13	营运能力				
资产减值损失	-12	-5	-5	-5	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1	应收账款周转率	3.4	4.0	4.2	4.4
投资净收益	6	2	2	2	应付账款周转率	1.5	1.9	2.5	2.6
营业利润	143	260	299	349	每股指标(元)				
营业外收入	1	0	0	1	每股收益	0.9	1.1	1.3	1.6
营业外支出	21	9	9	9	每股经营现金	1.2	1.7	1.9	1.7
利润总额	123	251	290	341	每股净资产	19.1	21.1	23.8	27.8
所得税	-65	30	35	41	估值比率				
净利润	188	221	255	300	P/E	32.06	26.61	22.76	19.27
少数股东损益	37	40	43	49	P/B	1.58	1.43	1.27	1.09
归属母公司净利润	151	181	212	251					
EBITDA	148	349	380	423					
EPS (元)	0.94	1.13	1.32	1.56					

## 分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 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

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
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	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	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
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	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