

投资评级：增持(首次)

康辰药业(603590)

## 参股优锐，与康桥深度合作延续

## 市场数据 2020-11-24

收盘价(元)	39.93
一年内最低/最高(元)	32.08/56.96
市盈率	31.2
市净率	2.15

## 基础数据

净资产收益率(%)	10.25
资产负债率(%)	14.0
总股本(亿股)	1.6

## 最近12月股价走势



## 联系信息

张文录 分析师  
SAC 证书编号: S0160517100001  
zhangwenlu@ctsec.com

## 相关报告

1 《康辰药业(603590):立足止血药,打造小分子肿瘤创新药新锐》 2018-08-20

## ● 深度参与康桥的优锐开曼项目，为开拓产业线助力

公司拟以2500万美元参股康桥系基金控股的优锐开曼5.63%的D序列优先股，这是继7月份康桥拟通过定增成为公司战略股东后的又一次深度合作。为公司后续补充肿瘤、骨科等产品线提供更多的选择。

## ● 凝血龙头产品稳健，骨科梯队助力增长

公司主要产品血凝酶一类新药苏灵市占率超过50%，覆盖超过2700家三级医院，是同类产品中唯一单一组分血凝酶制剂。后续受到集采等扰动因素影响小，受益于手术量的提升，稳健增长。今年4月子公司康辰生物引进泰凌代理的降钙素密盖息和特立帕肽等产品，完成在骨科两个产品的布局，预计明年销售开始放量。鲑鱼降钙素是一种多肽类激素，可以抑制破骨细胞活性、促进成骨细胞活性从而减少骨质流失，适应症包括骨质疏松、Paget氏骨病等。根据米内网数据，鲑鱼降钙素2018年销售额达到5.9亿人民币，其中密盖息市占率50%以上。公司占比康辰生物60%股权，被收购方承诺三年共计不少于3亿元净利润。特立帕肽是一种重组人甲状旁腺素类似物，可以提高肾小管对钙的重吸收、促进肾脏活化维生素D，是骨质疏松症的理想治疗药物之一。2018年特立帕肽全球市场近20亿美元，而中国2018年销售额仅为3800万余元，渗透率具有较大提升空间。目前获批的特立帕肽有三款，其中原研礼来占据95%以上市场份额；还有三家特立帕肽处于审评中，公司特立帕肽预计2022年获批上市，是除原研外的唯一水针剂型，有望在特立帕肽这一增量市场中获取较大份额。

## ● 财务状况良好、肿瘤新药布局初见雏形

公司现金与可变现股权价值20亿以上，几乎无现金负债。在研管线有三款肿瘤创新药(KC1036、CX1003、CX1026)处于临床I期，其中KC1036是全球首个三靶点酪氨酸酶抑制剂(anti-AXL/VEGFR2/FLT3)，临床前数据显示其具有显著抗肿瘤作用、特异性好、安全性高，预计明年进入临床II期。预计公司2020-2022年净利润为1.81/2.67/3.04亿元，对应估值35/24/21倍。首次覆盖，给予“增持”的投资评级。

风险提示:集采政策扰动因素;新药开发进程不确定性风险

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	1,022	1,066	821	1,395	1,605
增长率	73.1%	4.3%	-23.0%	70.0%	15.0%
归属母公司股东净利润(百万)	264	266	181	267	304
增长率	-44.9%	0.8%	-32.2%	48.2%	13.7%
每股收益(元)	1.65	1.66	1.13	1.67	1.90
市盈率(倍)	24.2	24.0	35.4	23.9	21.0

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,022</b>	<b>1,066</b>	<b>821</b>	<b>1,395</b>	<b>1,605</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	50	58	49	91	112	营业收入增长率	73.1%	4.3%	-23.0%	70.0%	15.0%
营业税费	17	16	6	10	16	营业利润增长率	-46.1%	-0.2%	-29.6%	49.3%	14.3%
销售费用	603	637	484	802	883	净利润增长率	-44.9%	0.8%	-32.2%	48.2%	13.7%
管理费用	46	42	131	237	289	EBITDA 增长率	-42.6%	8.4%	-43.4%	66.9%	23.8%
财务费用	-35	-62	-69	-67	-63	EBIT 增长率	-46.0%	9.3%	-57.8%	74.8%	19.7%
资产减值损失	8	-14	21	22	26	NOPLAT 增长率	-48.7%	-9.4%	-44.0%	74.7%	19.6%
加: 公允价值变动收益	-	0	-1	0	0	投资资本增长率	0.9%	14.8%	125.8%	79.5%	1.2%
投资和汇兑收益	9	9	15	15	17	净资产增长率	83.0%	10.0%	22.5%	5.9%	6.4%
<b>营业利润</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>211</b>	<b>315</b>	<b>360</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	0	-0	6	7	6	毛利率	95.1%	94.6%	94.0%	93.5%	93.0%
<b>利润总额</b>	<b>300</b>	<b>299</b>	<b>217</b>	<b>321</b>	<b>365</b>	营业利润率	29.4%	28.1%	25.7%	22.6%	22.4%
减: 所得税	36	33	36	54	61	净利润率	25.8%	25.0%	22.0%	19.2%	18.9%
<b>净利润</b>	<b>264</b>	<b>266</b>	<b>181</b>	<b>267</b>	<b>304</b>	EBITDA/营业收入	33.5%	34.8%	25.6%	25.1%	27.0%
						EBIT/营业收入	30.1%	31.5%	17.3%	17.8%	18.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1,690	1,803	2,074	1,682	1,854	固定资产周转天数	111	103	163	128	135
交易性金融资产	-	2	1	1	1	流动营业资本周转天数	-29	-18	-10	32	30
应收帐款	219	216	59	447	106	流动资产周转天数	457	683	937	569	478
应收票据	12	58	23	55	34	应收帐款周转天数	50	74	60	65	62
预付帐款	3	2	6	10	11	存货周转天数	5	4	5	5	6
存货	10	14	8	33	17	总资产周转天数	809	1,029	1,470	961	891
其他流动资产	11	3	7	7	6	投资资本周转天数	93	96	218	248	279
可供出售金融资产	514	-	500	500	500	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	10.6%	9.8%	5.4%	7.6%	8.1%
长期股权投资	-	48	122	204	299	ROA	9.0%	8.4%	5.1%	6.8%	7.6%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	88.6%	79.6%	38.8%	30.0%	20.0%
固定资产	307	304	438	554	649	<b>费用率</b>					
在建工程	63	45	100	168	251	销售费用率	59.0%	59.8%	59.0%	57.5%	55.0%
无形资产	80	60	186	295	387	管理费用率	4.5%	3.9%	16.0%	17.0%	18.0%
其他非流动资产	12	618	-25	-97	-182	财务费用率	-3.4%	-5.8%	-8.4%	-4.8%	-3.9%
<b>资产总额</b>	<b>2,920</b>	<b>3,174</b>	<b>3,529</b>	<b>3,919</b>	<b>4,023</b>	三费/营业收入	60.0%	57.9%	66.6%	69.7%	69.1%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	231	281	58	225	87	资产负债率	15.0%	14.0%	5.3%	9.7%	6.5%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	17.7%	16.3%	5.6%	10.8%	6.9%
其他流动负债	94	49	52	72	70	流动比率	5.97	6.36	19.93	7.53	12.85
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	5.94	6.31	19.87	7.42	12.74
其他非流动负债	114	116	78	85	102	利息保障倍数	-8.76	-5.40	-2.05	-3.70	-4.70
<b>负债总额</b>	<b>439</b>	<b>446</b>	<b>187</b>	<b>382</b>	<b>260</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.50	0.50	0.23	0.45	0.49
股本	160	160	160	160	160	分红比率	30.3%	30.1%	20.1%	26.8%	25.7%
留存收益	2,349	2,537	3,181	3,377	3,603	股息收益率	1.3%	1.3%	0.6%	1.1%	1.2%
<b>股东权益</b>	<b>2,481</b>	<b>2,728</b>	<b>3,341</b>	<b>3,537</b>	<b>3,763</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EPS(元)	1.65	1.66	1.13	1.67	1.90
净利润	264	266	181	267	304	BVPS(元)	15.50	17.05	20.88	22.11	23.52
加: 折旧和摊销	35	35	68	103	137	PE(X)	24.2	24.0	35.4	23.9	21.0
资产减值准备	8	13	21	22	26	PB(X)	2.6	2.3	1.9	1.8	1.7
公允价值变动损失	-	-0	-1	0	0	P/FCF	24.4	28.2	-31.5	-22.9	22.1
财务费用	-	-	-69	-67	-63	P/S	6.3	6.0	7.8	4.6	4.0
投资收益	-9	-9	-15	-15	-17	EV/EBITDA	12.2	10.7	17.8	11.7	8.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	0.4%	4.5%	-27.8%	0.4%	4.5%
营运资金的变动	16	-677	502	-264	245	PEG	54.2	5.3	-1.3	53.5	4.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>263</b>	<b>262</b>	<b>687</b>	<b>46</b>	<b>633</b>	ROIC/WACC	8.4	7.6	3.7	2.9	1.9
投资活动产生现金流量	-7	-304	-918	-432	-446	REP	1.9	1.7	1.5	1.2	1.6
融资活动产生现金流量	891	-80	502	-5	-15						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所 注: 管理费用中包含研发费用

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。