

核心观点

李志新
分析师

SAC 执证编号: S0110520090001
lizhixin@sczq.com.cn
电话: 86-10-5651 1807

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)	39.93
一年内最高/最低价 (元)	56.96/31.58
市盈率 (当前)	31.30
市净率 (当前)	2.16
总股本 (亿股)	1.60
总市值 (亿元)	63.89

资料来源: 聚源数据

相关研究

·
·
·

- **事件:** 11 月 23 日晚间, 康辰药业公告通过二级全资子公司上海康辰拟出资 2,500 万美元参与优锐开曼增资。本次交易的共同投资方 C-Bridge 19、嘉善优之锐, 以及优锐开曼现有股东 C-Bridge 1、C-Bridge 4, 与公司关联方 CBC 投资的实际控制人均为康桥资本, 构成关联交易。本次增资完成后, 上海康辰将持有优锐开曼 53,009,334 股股份, 约占增资完成后优锐开曼总股本 (全面摊薄和转股基础上) 的 5.63%。

点评:

- **加深与康桥资本战略合作。** 7 月 13 日, 公司与 CBC 投资、康桥资本签署了《战略合作协议》, 康桥资本拟以其控制的 CBC 投资认购公司非公开发行的 A 股股票, 发行完成后, CBC 投资将成为公司持股 5% 以上股东。当前, 公司股东大会已通过本次非公开发行股份议案。公司本次拟增资康桥资本旗下医药资产优锐开曼, 获得后者增资后 5.63% 的股份, 有利于进一步加深与康桥资本的战略合作关系, 公司和康桥资本充分发挥各自优势, 实现产业和资本优势互补, 后续合作值得期待。
- **优锐开曼疼痛控制产品线与公司手术止血产品线科室互补。** 优锐开曼旗下已经上市 3 款药械产品, 分别是 Niferex (力蜚能, 治疗缺铁性贫血)、Treanda (存达, 抗肿瘤) 和 Aerogen (爱尔真, 药物雾化辅助器械), 另外还有两款疼痛控制类产品正在注册中, 分别是布比卡因脂质体注射液 (Exparel, 进口原研药, 主要应用于手术疼痛控制) 和新型静脉输注酮咯酸 (代替阿片类药物进行中度严重急性疼痛的镇痛)。公司目前主力产品注射用尖吻蝮蛇血凝酶主要用于外科手术止血, 与优锐开曼两款疼痛控制药物具有较强科室协同效应。布比卡因脂质体注射液 EXPAREL 属于酰胺类局麻药, 具有术后镇痛时间长的特点, 脂质体单剂量 (浓度 1.3%) 直接注射产生长达 72 h 镇痛作用, 显著优于普通注射剂 (浓度 0.5%) 产生不足 7h 的镇痛作用, 有利于围手术期和术后镇痛控制。据原研 Pacira 官方统计, 自 2012 年 FDA 批准上市以来, 美国已有超过 600 万名患者接受布比卡因脂质体镇痛治疗, 累计销售额超过 40 亿美元, 市场空间广阔。
- **盈利预测与估值。** 今年受疫情影响, 手术需求量下降, 公司手术止血主力产品凝血酶销售有所下滑, 但随着我国疫情控制良好, 手术量上升, 我们预计下降幅度将继续收窄, Q4 预计恢复到正常水平。康辰生物 (泰凌医药增资后, 公司持股比例 60%) 密盖息业务 2021-2023 年承诺业绩不低于 0.8 亿元、1.0 亿元和 1.2 亿元, 暂不考虑其他产品线未来上市业绩贡献。我们预测 2020E-2022 年公司营收分别为 8.64/13.01/15.22 亿元,

分别同比增长-19.9%/50.6%/17.0%，归母净利润分别为 1.95/2.66/3.23 亿元，分别同比增长-26.6%/36.6%/21.3%。当前收盘价（39.93 元）对应 PE（2020E）约为 32.7 倍。

- **风险提示：**密盖息业务整合不及预期，凝血酶药品降价超预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2098.4	1863.4	1622.9	2049.8	经营活动现金流	262.0	-97.4	-338.9	347.1
现金	1803	1610.4	1248.8	1613.7	净利润	266.1	195.3	298.8	363.5
应收账款	273.8	224.7	338.4	395.9	折旧摊销	47.6	18.2	57.0	56.4
其它应收款	0.1	5.0	5.0	5.0	财务费用	-62.3	-53	-41.7	-54
预付账款	2.1	5.1	5.1	5.1	投资损失	13.9	10	10	10
存货	14.3	13.0	19.5	22.8	营运资金变动	148.5	-759.8	269.0	380.5
其他	5.1	5.2	6.0	7.3	其它	-151.78	404.1	-958.4	-460.9
非流动资产	1075.5	2034.6	2065.0	2053.0	投资活动现金流	-303.7	42.7	54.3	114.8
长期投资	47.8	47.8	47.8	47.8	资本支出	-18.9	-33.0	-20.0	-20.0
固定资产	303.8	288.61	319.2	303.2	长期投资	-284.8	75.7	74.3	134.8
无形资产	60.3	851.2	808.6	768.2	其他	0	0	0	0
其他	663.6	847	889.4	933.8	筹资活动现金流	-80	-137.9	-77.0	-97.0
资产总计	3173.9	3898.0	3687.9	4102.9	短期借款	0	17	3	0
流动负债	330.1	854.9	345.4	391.8	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	17	20	20	其他	-80	-154.9	-80.0	-97.0
应付账款	229.6	181.5	273.4	319.8	现金净增加额	-121.7	-192.6	-361.6	364.8
其他	100.5	656.4	52.0	52.0					
非流动负债	115.7	119.7	120.3	125.4	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	115.7	119.7	120.3	125.4	营业收入	4.3%	-18.9%	50.6%	17.0%
负债合计	445.8	974.6	465.7	517.2	营业利润	-0.2%	-26.1%	52.4%	21.6%
少数股东权益	0	0	32.0	72.0	归属母公司净利润	0.8%	-26.6%	36.6%	21.3%
归属母公司股东权益	2728.1	2923.4	3190.2	3513.7	获利能力				
负债和股东权益	3173.9	3898.0	3687.9	4102.9	毛利率	93.5%	93.0%	93.5%	93.6%
					净利率	25.0%	22.6%	23.0%	23.9%
利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	9.8%	6.7%	8.4%	9.2%
营业收入	1065.9	864.3	1301.7	1522.8	ROIC	8.1%	3.0%	4.2%	5.0%
营业成本	57.7	60.8	84.8	98.1	偿债能力				
营业税金及附加	15.8	13.4	20.2	23.6	资产负债率	14.0%	25.0%	12.6%	12.6%
营业费用	637.2	509.9	755.0	868.0	净负债比率	-66.1%	-54.5%	-38.1%	-44.4%
研发费用	108.8	95.1	117.2	137.1	流动比率	6.4	2.2	4.7	5.2
管理费用	41.8	51.9	65.1	76.1	速动比率	6.3	2.2	4.6	5.2
财务费用	-62.3	-53.0	-41.7	-54.0	营运能力				
资产减值损失	13.9	10	10	10	总资产周转率	0.4	0.2	0.4	0.4
公允价值变动收益	36.7	33	36	36	应收账款周转率	4.9	3.5	4.6	4.1
投资净收益	9.7	12	10	10	应付账款周转率	0.3	0.3	0.4	0.3
营业利润	299.5	221.3	337.2	409.9	每股指标(元)				
营业外收入	0	0	0	0	每股收益	1.7	1.2	1.7	2.0
营业外支出	0.4	1.8	1.5	1.5	每股经营现金	1.6	(0.6)	(2.1)	2.2
利润总额	299.1	219.5	335.7	408.4	每股净资产	17.1	18.3	19.9	22.0
所得税	33.0	24.1	36.9	44.9	估值比率				
净利润	266.1	195.3	298.8	363.5	P/E	24.0	32.7	23.9	19.7
少数股东损益	0.0	0.0	32.0	40.0	P/B	2.3	2.2	2.0	1.8
归属母公司净利润	266.1	195.3	266.8	323.5					
EBITDA	276.0	237.7	392.7	464.8					
EPS (元)	1.66	1.22	1.67	2.02					

分析师简介

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。

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

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

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

评级	说明
----	----

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
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