

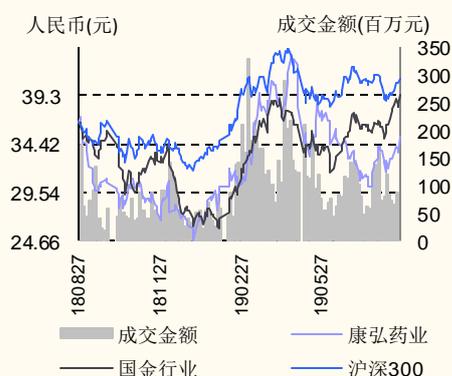
康弘药业 (002773.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 31.40 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	621.26
总市值 (百万元)	30,733.48
年内股价最高最低 (元)	35.10/31.60
沪深 300 指数	3820.86
中小板综	8832.63



业绩符合预期，中化药企稳业绩环比增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.954	1.032	0.914	1.104	1.284
每股净资产 (元)	5.26	6.06	7.65	9.09	10.75
每股经营性现金流 (元)	1.14	0.52	1.13	1.56	1.86
市盈率 (倍)	32.90	30.43	34.36	28.43	24.46
净利润增长率 (%)	29.68%	7.88%	15.13%	20.86%	16.25%
净资产收益率 (%)	18.18%	17.02%	15.53%	15.80%	15.52%
总股本 (百万股)	674.95	673.54	875.60	875.60	875.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 昨日，公司发布 2019 三季报，收入约 24.1 亿元，同比增 10.4%；归母净利润约 5.5 亿元，同比增 9.1%；扣非利润 5.04 亿元，同比增 11.3%。业绩符合预期，中化药业绩企稳，增速环比改善，预计朗沐美国三期临床进展顺利。

点评

- 整体业绩符合预期，康柏西普稳定增长，期待今年医保谈判结果：公司 Q3 单季收入增速 11.48%，逐季改善；归母净利润 Q3 单季同比 8.1%；经营性净现金流 Q3 同比 354.5%，前三季度同比 161.7%；公司产品销售逐季改善，现金流较好。另外，康柏西普预计 11 月份将进行今年医保谈判，此次谈判公司康柏西普将与拜耳阿柏西普和诺华雷珠单抗共同参与谈判，该三个品种均为 VEGF 靶点眼底注射治疗 wAMD 或 DME 大分子品种，目前价格较为接近，期待谈判后公司康柏西普继续放量。
- 预计中化药业务逐步企稳，毛利率持平，销售费用率同比下降：公司前三季度中化药业务逐步企稳，根据样本医院数据预计中化药同比增速预计 0-5%，之前公司销售改革中化药业务均有较大幅度下滑，预计销售改革趋于完毕，中化药增速企稳增长。其次，前三季度毛利率约 92.3%，预计同比持平；销售费用率约 49.5%，同比下降 2.6%。另外，前三季度公司经营性净现金流 Q3 同比 354.5%，前三季度同比 161.7%，预计公司经营性净现金流在逐季改善，Q4 有望保持。
- 研发投入同比提升，临床进展稳步推进，一致性评价已有收获，美国临床进展顺利：前三季度研发费用约 1.87 亿元，同比提升约 3600 万，预计与公司 KH903 品种临床推进等因素有关。公司在研管线品种稳步推进：康柏西普 (KH902) 适应症扩展逐步获批、预计实体瘤新药 KH903 目前处于 II 期临床、KH906 滴眼液启动临床已有患者入组、以及处于研发阶段的抗肿瘤疫苗 KH901 和治疗阿尔兹海默症新药 KH110。另外，一致性评价进展顺利：目前阿立哌唑口崩片首家通过一致性评价，文拉法辛缓释首家申报，预计已备案完毕；右佐匹克隆预计完成 BE 并备案完毕。最后，公司康柏西普在美国开启的三期临床进展顺利，预计入组患者数已过半，符合预期。

盈利预测及投资建议

- 我们预计 2019-2021 EPS 分别为 0.91/1.10/1.28 元，对应 PE 分别为 34.4/28.4/24.5 倍。

风险提示

- 朗沐医保放量和美国临床不确定；朗沐医保谈判价格不确定；研发进展低于预期；非经常性业务影响公司业绩不确定；带量采购影响不确定。

相关报告

1. 《公司整体业绩符合预期，中化药业务企稳增长-康弘药业 2019 中...》，2019.9.26
2. 《朗沐放量美国临床值得期待，中化药略有承压-康弘药业 2018 年...》，2019.4.30
3. 《整体业绩基本符合预期，预计朗沐增速超预期-康弘药业 2018 业...》，2019.2.28

王麟

联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,540	2,786	2,917	3,271	3,766	4,318
增长率		9.7%	4.7%	12.1%	15.1%	14.6%
主营业务成本	-244	-269	-229	-246	-277	-301
%销售收入	9.6%	9.7%	7.8%	7.5%	7.4%	7.0%
毛利	2,296	2,517	2,689	3,025	3,489	4,017
%销售收入	90.4%	90.3%	92.2%	92.5%	92.6%	93.0%
营业税金及附加	-46	-48	-44	-49	-56	-43
%销售收入	1.8%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.0%
营业费用	-1,345	-1,277	-1,376	-1,488	-1,657	-1,900
%销售收入	53.0%	45.8%	47.2%	45.5%	44.0%	44.0%
管理费用	-387	-504	-616	-638	-734	-864
%销售收入	15.2%	18.1%	21.1%	19.5%	19.5%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	518	688	653	850	1,041	1,210
%销售收入	20.4%	24.7%	22.4%	26.0%	27.6%	28.0%
财务费用	24	30	46	44	49	70
%销售收入	-0.9%	-1.1%	-1.6%	-1.4%	-1.3%	-1.6%
资产减值损失	-1	-5	-5	-8	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	16	30	28	30	20	10
%税前利润	2.7%	3.9%	3.5%	3.3%	1.8%	0.8%
营业利润	557	788	796	917	1,108	1,289
营业利润率	21.9%	28.3%	27.3%	28.0%	29.4%	29.9%
营业外收支	11	-24	3	3	3	3
税前利润	568	763	799	920	1,111	1,292
利润率	22.4%	27.4%	27.4%	28.1%	29.5%	29.9%
所得税	-68	-119	-105	-120	-144	-168
所得税率	11.9%	15.6%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	500	644	695	800	967	1,124
少数股东损益	3	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	497	644	695	800	967	1,124
净利率	19.6%	23.1%	23.8%	24.5%	25.7%	26.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	500	644	695	800	967	1,124
少数股东损益	3	0	0	0	0	0
非现金支出	73	79	86	104	133	150
非经营收益	-34	25	-49	-36	-16	-13
营运资金变动	307	19	-380	-109	-33	-5
经营活动现金净流	846	767	351	759	1,050	1,256
资本开支	-170	-313	-458	-1,132	-450	-300
投资	-123	260	-337	-70	70	-5
其他	43	129	40	30	20	10
投资活动现金净流	-250	76	-756	-1,172	-360	-295
股权募资	187	0	0	49	0	0
债权募资	0	0	0	104	-212	-50
其他	-85	-127	-204	212	-7	0
筹资活动现金净流	102	-127	-204	365	-219	-50
现金净流量	698	715	-608	-49	471	911

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,386	3,102	2,493	2,445	2,916	3,827
应收款项	76	173	424	518	596	684
存货	147	174	254	300	339	367
其他流动资产	267	16	241	344	280	289
流动资产	2,876	3,464	3,413	3,607	4,131	5,167
%总资产	76.5%	75.5%	65.7%	56.0%	56.7%	61.0%
长期投资	0	0	9	9	9	9
固定资产	538	665	840	1,163	1,310	1,297
%总资产	14.3%	14.5%	16.2%	18.1%	18.0%	15.3%
无形资产	236	386	812	1,428	1,602	1,769
非流动资产	882	1,122	1,782	2,831	3,152	3,307
%总资产	23.5%	24.5%	34.3%	44.0%	43.3%	39.0%
资产总计	3,758	4,586	5,195	6,438	7,283	8,473
短期借款	0	0	0	202	0	0
应付款项	450	362	374	469	529	598
其他流动负债	142	217	246	203	218	249
流动负债	593	579	620	874	747	847
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	261	463	491	411	416	383
负债	853	1,043	1,111	1,286	1,163	1,229
普通股股东权益	2,905	3,543	4,084	5,153	6,120	7,244
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,758	4,586	5,195	6,438	7,283	8,473

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.736	0.954	1.032	0.914	1.104	1.284
每股净资产	4.304	5.256	6.063	7.650	9.086	10.755
每股经营现金净流	1.254	1.137	0.521	1.126	1.559	1.865
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.10%	18.18%	17.02%	15.53%	15.80%	15.52%
总资产收益率	13.22%	14.05%	13.38%	12.43%	13.28%	13.27%
投入资本收益率	15.71%	16.40%	13.89%	13.80%	14.79%	14.53%
增长率						
主营业务收入增长率	22.45%	9.70%	4.70%	12.12%	15.15%	14.64%
EBIT增长率	25.84%	32.80%	-5.12%	30.14%	22.48%	16.30%
净利润增长率	26.14%	29.68%	7.88%	15.13%	20.86%	16.25%
总资产增长率	29.54%	22.03%	13.27%	23.93%	13.12%	16.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.8	15.2	26.6	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	195.1	217.6	341.8	450.0	450.0	450.0
应付账款周转天数	84.0	135.7	182.4	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	58.7	57.2	55.3	74.2	64.2	50.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-82.15%	-87.53%	-61.05%	-43.51%	-47.64%	-52.83%
EBIT利息保障倍数	-21.5	-22.7	-14.2	-19.1	-21.3	-17.3
资产负债率	22.70%	22.74%	21.39%	19.97%	15.97%	14.51%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	11	28
增持	0	0	1	5	15
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.50	1.41	1.42

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-03-06	增持	48.70	50.00~55.00
2	2018-04-25	增持	54.61	N/A
3	2018-04-27	增持	56.18	N/A
4	2018-08-29	增持	48.50	N/A
5	2018-10-23	增持	39.79	N/A
6	2019-02-28	增持	40.16	N/A
7	2019-04-30	增持	55.50	N/A
8	2019-08-26	增持	35.10	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH