

评级: 增持(维持)
市场价格: 39.78
分析师: 江琦
执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

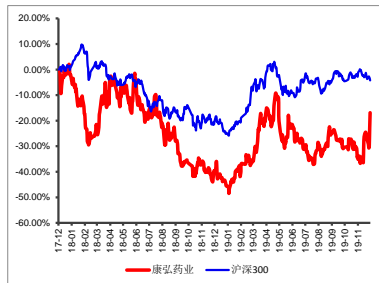
分析师: 赵磊
执业证书编号: S0740518070007

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	875.60
流通股本(百万股)	621.26
市价(元)	39.78
市值(百万元)	34831.37
流通市值(百万元)	24713.72

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 康弘药业(002773)-2019Q3 点评: 净利润增长 9%, 预计康柏西普保持稳健较快增长-增持-(中泰证券_江琦_赵磊)-20191030
- 2 康弘药业(002773)-2019H1 点评: 朗沐同比增长 27%、放量略缓, 看好长期渗透率提升-增持-(中泰证券_江琦_赵磊)-20190825
- 3 康弘药业(002773)-公司点评: 康柏西普新增 DME 适应症, 打开中长期成长空间-增持-(中泰证券_江琦_赵磊)-20190516

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2786.50	2917.45	3280.84	3943.24	4793.33
增长率 yoy%	9.70%	4.70%	12.46%	20.19%	21.56%
净利润	644.20	694.94	803.52	997.45	1252.73
增长率 yoy%	29.68%	7.88%	15.62%	24.14%	25.59%
每股收益(元)	0.74	0.79	0.92	1.14	1.43
每股现金流量	0.88	0.40	1.06	0.93	1.15
净资产收益率	18.18%	17.02%	16.92%	18.03%	19.24%
P/E	54.07	50.12	43.35	34.92	27.80
PEG	1.82	6.36	2.77	1.45	1.09
P/B	9.83	8.53	7.34	6.30	5.35

备注:

投资要点

- **事件: 2019年11月28日, 国家医保局、人力资源社会保障部印发《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》(医保发〔2019〕65号)。公司核心产品康柏西普眼用注射液(商品名为朗沐)纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2019年版)》。**
- **康柏西普降价 25.05%续入医保、好于预期, 适应症和报销支数均显著扩大。**此次康柏西普以 4160 元/10mg/支的价格纳入医保, 与上一轮 5550 元/10mg/支的价格相比仅降价 25.05%, 且与上一轮医保相比: (1) 适应症从 50 岁以上的湿性年龄相关性黄斑变性(AMD)拓展至 AMD、糖尿病性黄斑水肿(DME)引起的视力损害和脉络膜新生血管(pmCNV)导致的视力损害三大领域, 对患者群体从 300 万人扩大至 300+400+160=860 万人, 人群数拓展至 2.9 倍; (2) 报销支数从上一轮第 1 年度最多支付 4 支扩大为第 1 年度最多支付 5 支, 报销支数增多。虽然竞争对手雷珠单抗也成功续入医保、阿柏西普新纳入医保(支付价格保密), 但我们认为国内眼底新生血管疾病市场尚处于开发早期、空间大, 从疗效、适应症、用法等方面对比康柏西普(朗沐)存在一定竞争优势, 有望持续放量。此外, 康柏西普治疗视网膜静脉阻塞(RVO)处于临床 III 期阶段, 对应 300 万患者群体, 我们预计有望于 2020-2021 年获批。
- **我们预计康柏西普长期市场空间有望达到 60 亿元。**我们按照 5% 的患者使用抗 VEGF 眼用注射液、朗沐市占率 50%、每年费用 2.08 万元(5 支)计算, 朗沐 AMD、DME、pmCNV、RVO 四个适应症对应国内潜在市场空间约 60 亿元。随着适应症的逐步拓展、医保支付体系的完善, 朗沐中长期成长空间大。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 32.80、39.43、47.93 亿元, 同比增长 12.46%、20.19%、21.56%; 归母净利润分别为 8.04、9.97、12.53 亿元, 同比增长 15.62%、24.14%、25.59%, 对应 EPS 分别为 0.92、1.14、1.43。考虑到朗沐进入医保快速放量、2019 年美国临床 III 期试验正在进行中, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 康柏西普学术推广不达预期的风险; 海外临床试验失败的风险; 药品降价的风险。

图表 1: 国内主要抗 VEGF 眼用注射液对比

公司	通用名	商品名	销售区域	中国获批适应症	中国医保支付适应症	用法用量
康弘药业	康柏西普	朗沐	中国	wAMD、pmCNV、DME	wAMD、pmCNV、DME	每月1支，每年最多12支
诺华 Genentech	雷珠单抗	诺适得	全球（美国以外） 美国	wAMD、pmCNV、DME、 RVO	wAMD、pmCNV、DME 、RVO	3个月内每月1支，之后每3个月1支，一年最多6支
拜耳 Regeneron	阿柏西普	艾力雅	全球（美国以外） 美国	wAMD、DME	wAMD、DME	3个月内每月1支，之后每2个月1支，一年最多7-8支

来源：公司公告，医保局，CFDA，FDA，中泰证券研究所

图表 2: 朗沐国内潜在市场空间测算

疾病	患者群体 (万人)	5%患者用药	朗沐市占率		
			40%	50%	60%
年龄相关性黄斑变性 (wAMD)	300	15	6.0	7.5	9.0
市场空间 (亿元)			12.48	15.60	18.72
糖尿病黄斑水肿 (DME)	400	20	8.0	10.0	12.0
市场空间 (亿元)			16.64	20.80	24.96
病理性近视 (pmCNV)	160	8	3.2	4.0	4.8
市场空间 (亿元)			6.66	8.32	9.98
视网膜静脉阻塞 (RVO)	300	15	6.0	7.5	9.0
市场空间 (亿元)			12.48	15.60	18.72
合计	1160	58	23.2	29.0	34.8
市场空间 (亿元)			48.3	60.3	72.4

来源：中泰证券研究所

图表 3: 康弘药业财务模型预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3413	4271	5103	6153	营业收入	2917	3281	3943	4793
现金	2493	3564	4246	5121	营业成本	229	246	285	335
应收账款	259	223	290	356	营业税金及附加	44	53	63	76
其他应收款	9	7	8	11	营业费用	1376	1444	1656	1917
预付账款	27	20	25	30	管理费用	386	443	513	623
存货	254	215	261	313	财务费用	-46	-125	-162	-194
其他流动资产	371	241	273	323	资产减值损失	5	4	5	5
非流动资产	1782	1529	1519	1478	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	5	6	6	投资净收益	28	27	28	28
固定资产	442	574	589	545	营业利润	796	935	1162	1454
无形资产	275	314	360	410	营业外收入	34	30	30	30
其他非流动资产	1056	636	564	517	营业外支出	31	33	34	34
资产总计	5195	5800	6622	7631	利润总额	799	931	1157	1451
流动负债	620	605	628	658	所得税	105	128	160	198
短期借款	0	0	0	0	净利润	695	804	997	1253
应付账款	102	106	126	147	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	518	499	502	511	归属母公司净利润	695	804	997	1253
非流动负债	491	446	463	462	EBITDA	831	899	1108	1377
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.03	0.92	1.14	1.43
其他非流动负债	491	446	463	462	主要财务比率				
负债合计	1111	1051	1092	1119	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	674	876	876	876	营业收入	4.7%	12.5%	20.2%	21.6%
资本公积	621	419	419	419	营业利润	1.1%	17.4%	24.3%	25.1%
留存收益	2840	3455	4238	5218	归属于母公司净利润	7.9%	15.6%	24.1%	25.6%
归属母公司股东权益	4084	4749	5531	6511	获利能力				
负债和股东权益	5195	5800	6622	7631	毛利率 (%)	92.2%	92.5%	92.8%	93.0%
现金流量表					净利率 (%)	23.8%	24.5%	25.3%	26.1%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	17.0%	16.9%	18.0%	19.2%
经营活动现金流	351	925	817	1011	ROIC (%)	42.5%	61.1%	70.3%	82.6%
净利润	695	804	997	1253	偿债能力				
折旧摊销	81	89	108	117	资产负债率 (%)	21.4%	18.1%	16.5%	14.7%
财务费用	-46	-125	-162	-194	净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-28	-27	-28	-28	流动比率	5.50	7.06	8.12	9.35
营运资金变动	-374	160	-100	-142	速动比率	5.09	6.70	7.70	8.88
其他经营现金流	24	25	1	4	营运能力				
投资活动现金流	-756	159	-82	-57	总资产周转率	0.60	0.60	0.63	0.67
资本支出	458	0	0	0	应收账款周转率	13	13	15	14
长期投资	222	-5	1	0	应付账款周转率	2.00	2.37	2.46	2.45
其他投资现金流	-75	155	-81	-57	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-205	-13	-53	-79	每股收益 (最新摊薄)	0.79	0.92	1.14	1.43
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.40	1.06	0.93	1.15
长期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.66	5.42	6.32	7.44
普通股增加	-1	202	0	0	估值比率				
资本公积增加	-25	-202	0	0	P/E	50.12	43.35	34.92	27.80
其他筹资现金流	-180	-13	-53	-79	P/B	8.53	7.34	6.30	5.35
现金净增加额	-608	1071	681	875	EV/EBITDA	39	36	29	23

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。