

海外临床完成入组，朗沐百亿之路再进一步

——康弘药业(002773.SZ)公告点评

公司简报

◆事件:

公司公告，截止2019年12月24日，康柏西普眼用注射液用于治疗湿性年龄相关性黄斑变性(nAMD)的全球III期临床试验受试者入组人数已达到临床试验方案要求总数的100%。

◆点评:

海外临床完成入组，超预期。康柏西普的海外临床于2018年5月开展，仅一年半就完成了1140名受试者的全部入组，进度超预期。由于主要临床终点为36周数据，即2020年9月有望得到完整主要临床终点数据。另外，该方案已通过SPA，有望缩短后续审评周期。预计康柏西普有望于2022年左右在全球市场获批。

对标阿柏+低剂量+全球临床，方案彰显信心。方案的众多细节，充分展示公司信心：1)阿柏西普和雷珠单抗疗效相当，但不良发生率更低，方案直接对标阿柏西普；2)方案中康柏西普剂量和注射频次更低；3)公司在取得美国FDA临床试验许可后，选择直接进行全球多中心临床，后续在其他地区上市申请中可以直接使用本次方案数据，将大大加快全球布局进程。

新适应症+全球化，朗沐天花板达百亿。康柏西普RVO适应症正在国内进行3期临床，未来有望完成4大适应症全覆盖。假设2025年国内四大适应症对应患者1500万人，该类药物渗透率5%，康柏西普市占率55%，单人年用药4.5支，出厂价3000元/支，则康柏西普国内收入54亿。另外，除了国际多中心3期临床(AMD)已完成患者入组，DME、RVO适应症的全球多中心临床也将开展。2018年全球VEGF眼科用药市场超100亿美元，预计2025年康柏西普海外有望抢占5%份额。康柏西普全球销售峰值有望达百亿。针对转移性结直肠癌适应症的KH903临床二期试验，正在加速推进。

◆盈利预测与估值:康柏西普降价幅度好于预期，同时新增DME、CNV医保覆盖，海外市场正逐步拓展，公司长期前景广阔。我们暂时维持公司19-21年EPS预测为1.03/1.27/1.58元，同比+30%/24%/24%，对应19-21年PE为35/28/23倍，维持“增持”评级。

◆风险提示:诉讼风险；生物药放量不及预期；研发风险；传统药下滑。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,786	2,917	3,294	3,817	4,379
营业收入增长率	9.70%	4.70%	12.92%	15.88%	14.73%
净利润(百万元)	644	695	902	1,115	1,386
净利润增长率	29.68%	7.88%	29.74%	23.64%	24.32%
EPS(元)	0.74	0.79	1.03	1.27	1.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.18%	17.02%	18.61%	19.59%	20.56%
P/E	49	45	35	28	23
P/B	8.9	7.7	6.5	5.5	4.7

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年12月24日

增持(维持)

当前价:35.88元

分析师

林小伟 (执业证书编号:S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

宋硕 (执业证书编号:S0930518060001)

021-52523872

songshuo@ebsecn.com

市场数据

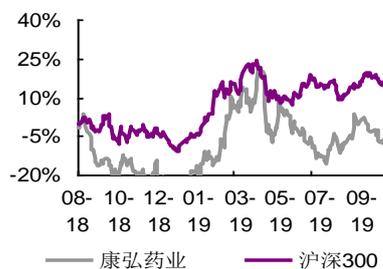
总股本(亿股):8.76

总市值(亿元):314.17

一年最低/最高(元):24.62/44.58

近3月换手率:34.82%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.61	2.59	0.18
绝对	3.10	5.22	31.99

资料来源:Wind

相关研报

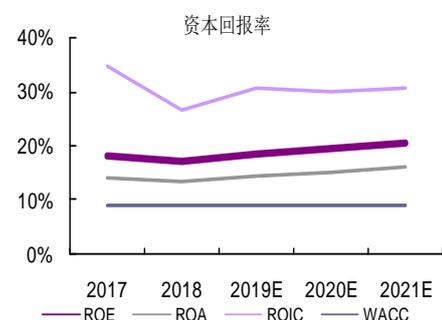
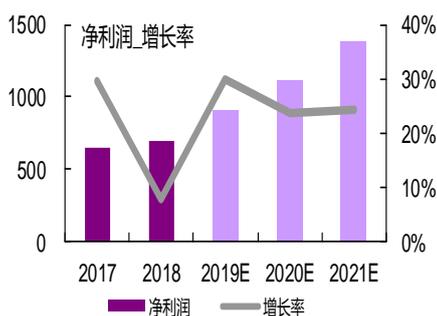
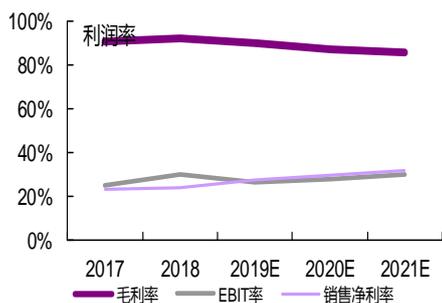
降价幅度好于预期，医保覆盖患者扩至三倍——康弘药业(002773.SZ)事件点评
2019-11-29
 业绩稳健增长，朗沐最大适应症DME有望纳入医保——康弘药业(002773.SZ)2019年三季报点评
2019-10-31
 19Q2业绩大幅回升，康柏西普利润贡献首次过半——康弘药业(002773.SZ)2019年中报点评
2019-08-25

附录图表:

表 1: 方案为对标阿柏西普以评估低剂量康柏西普非劣性

	分组 1.1	分组 1.2	分组 2.1	分组 2.2	分组 3.1	分组 3.2	
药物	康柏西普	康柏西普	康柏西普	康柏西普	阿柏西普	阿柏西普	
单次给药剂量	0.5 mg	0.5 mg	1.0 mg	1.0 mg	2.0 mg	2.0 mg	
人数	约 380	约 380	约 380	约 380	约 380	约 380	
试验地点	北美、南美、欧洲、亚洲等						
给药方案	1~8 周	第 1 天、第 4 周、第 8 周					
	9~36 周	每 8 周给药一次	每 8 周给药一次	每 12 周给药一次	每 12 周给药一次	每 8 周给药一次	每 8 周给药一次
	40~92 周	每 8 周给药一次	按需给药	每 12 周给药一次	按需给药	每 8 周给药一次	按需给药
评估方式	采用 ETDRS 方法来评估第 36 周最佳矫正视力 (BCVA) 较基线的变化						
主要终点	受试眼第 36 周 ETDRS BCVA 字符数得分较基线的平均变化						
研究目标	明确 0.5 mg 或 1.0 mg 康柏西普是否非劣效于 2.0 mg 阿柏西普						

资料来源: 公示公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,786	2,917	3,294	3,817	4,379
营业成本	269	229	331	497	639
折旧和摊销	73	81	22	38	55
营业税费	48	44	49	56	63
销售费用	1,277	1,376	1,476	1,574	1,661
管理费用	504	386	576	634	691
财务费用	-30	-46	-80	-97	-106
公允价值变动损益	0	0	15	55	85
投资收益	30	28	35	45	50
营业利润	788	796	1,006	1,249	1,557
利润总额	763	799	1,036	1,279	1,587
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	644	695	902	1,115	1,386

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	4,586	5,195	6,319	7,397	8,574
流动资产	3,464	3,413	4,193	5,017	5,908
货币资金	3,102	2,493	3,434	3,917	4,440
交易型金融资产	0	0	0	55	140
应收帐款	167	259	191	264	316
应收票据	4	157	61	94	141
其他应收款	2	9	7	7	10
存货	174	254	261	422	586
可供出售投资	0	0	227	200	200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	9	9	9	9
固定资产	436	442	671	890	1,101
无形资产	179	275	310	343	384
总负债	1,043	1,111	1,473	1,707	1,833
无息负债	1,043	1,111	1,473	1,707	1,833
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	3,543	4,084	4,846	5,690	6,741
股本	674	674	876	876	876
公积金	930	934	822	857	857
未分配利润	2,049	2,527	3,150	3,959	5,011
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	767	351	1,337	904	1,041
净利润	644	695	902	1,115	1,386
折旧摊销	73	81	22	38	55
净营运资金增加	-6	575	-360	282	405
其他	55	-999	773	-530	-804
投资活动产生现金流	76	-756	-336	-248	-290
净资本支出	-313	-458	8	-320	-340
长期投资变化	0	9	0	0	0
其他资产变化	389	-307	-344	72	50
融资活动现金流	-123	-205	-60	-173	-228
股本变化	-1	-1	202	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	189	68	362	234	126
净现金流	715	-608	941	483	523

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	9.70%	4.70%	12.92%	15.88%	14.73%
净利润增长率	29.68%	7.88%	29.74%	23.64%	24.32%
EBITDA 增长率	28.32%	26.93%	-6.46%	21.39%	25.81%
EBIT 增长率	32.02%	28.70%	-0.36%	20.10%	25.17%
估值指标					
PE	49	45	35	28	23
PB	9	8	6	6	5
EV/EBITDA	30	24	32	26	21
EV/EBIT	33	26	33	27	22
EV/NOPLAT	39	30	38	31	25
EV/Sales	8	8	9	8	6
EV/IC	13	8	12	9	8
盈利能力 (%)					
毛利率	90.34%	92.17%	89.96%	86.98%	85.41%
EBITDA 率	27.13%	32.89%	27.24%	28.54%	31.30%
EBIT 率	24.50%	30.12%	26.57%	27.54%	30.05%
税前净利润率	27.38%	27.40%	31.44%	33.50%	36.25%
税后净利润率 (归属母公司)	23.12%	23.82%	27.37%	29.20%	31.64%
ROA	14.05%	13.38%	14.27%	15.07%	16.16%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.18%	17.02%	18.61%	19.59%	20.56%
经营性 ROIC	34.55%	26.66%	30.55%	29.97%	30.65%
偿债能力					
流动比率	5.98	5.50	4.26	4.12	4.39
速动比率	5.68	5.10	3.99	3.77	3.96
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.74	0.79	1.03	1.27	1.58
每股红利	0.22	0.22	0.31	0.38	0.47
每股经营现金流	0.88	0.40	1.53	1.03	1.19
每股自由现金流(FCFF)	0.40	-0.21	1.30	0.41	0.53
每股净资产	4.05	4.66	5.53	6.50	7.70
每股销售收入	3.18	3.33	3.76	4.36	5.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼