



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩高增速符合预期，康柏西普巨大潜力待开发

——康弘药业（002773）2016 年年报点评

2017 年 04 月 05 日

推荐/首次

康弘药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
胡偌碧	联系人		
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044	

事件：

康弘药业发布 2016 年年度报告，2016 年全年公司实现营业收入 25.40 亿元，同比增长 22.45%；归属于上市公司股东的净利 4.97 亿元，同比增长 26.14%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.87 亿元，同比增长 30.30%。实现 EPS 为 0.74 元。

公司 2016 年 Q4 实现营业收入 7.09 亿元，同比增长 17.55%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.86 亿元，同比增长 28.66%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.77 亿元，同比增长 35.38%。实现 EPS 为 0.28 元。

公司公告利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。

观点：

1、业绩高增速符合预期，康柏西普增速78.01%

公司全年营收 25.40 亿元，同比增长 22.45%，归母净利润 4.97 亿，增速 26.14%，高增速符合预期。

分单季度数据来看，1-4 季度收入分别为 5.24 亿、6.41 亿、6.66 亿、7.09 亿，净利润分别为 1.02 亿、0.77 亿、1.31 亿、1.77 亿元，收入端呈现逐季度向好趋势，净利润除了二季度略低之外也呈现逐季向好趋势。

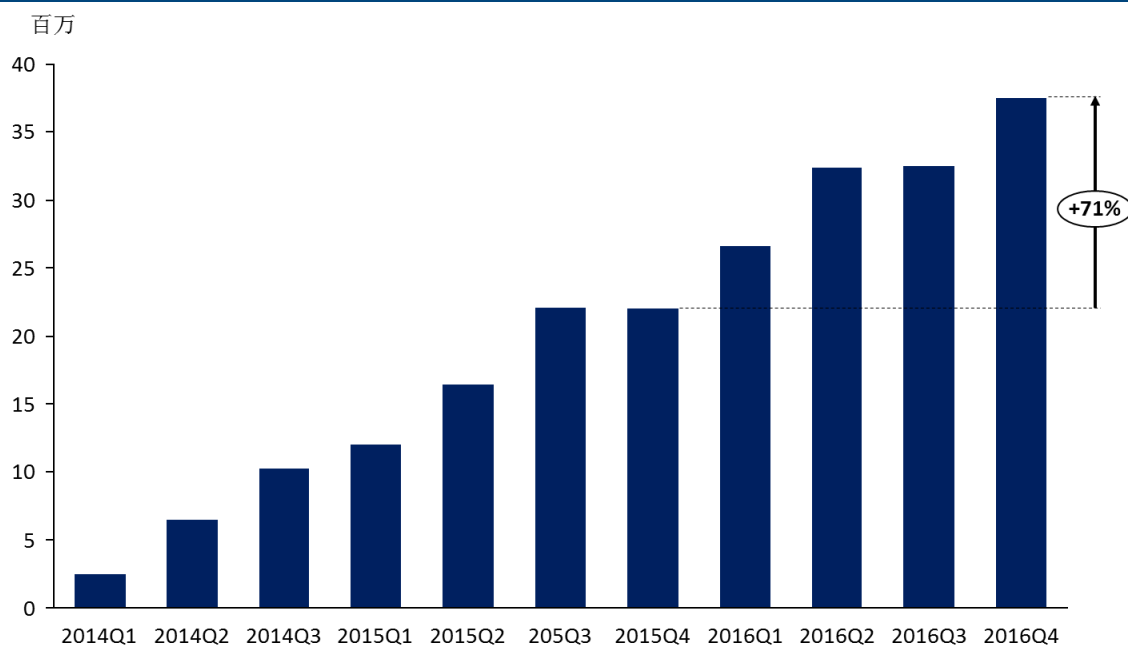
分板块来看收入，中药板块收入 10.39 亿（+12.91%）、化药板块收入 10.23 亿（+15.78%）、生物药板块收入 4.76 亿（+78.01%）。康柏西普依旧保持超高速增长，收入占比从 12.89%提升至 18.74%。公司各个板块毛利率均稳中有升。

财务方面：公司销售费用率 52.97%，较去年同期（52.93%）持平，管理费用率 15.24%，较去年同期（14.76%）上升 0.48pp，管理费用率增加主要由于增加了激励费用的支付。公司财务费用下降约 1000 万，主要是由于利息收入增加所致。公司整体财务指标良好。

展望 2017，我们认为公司业绩仍将维持高速增长。

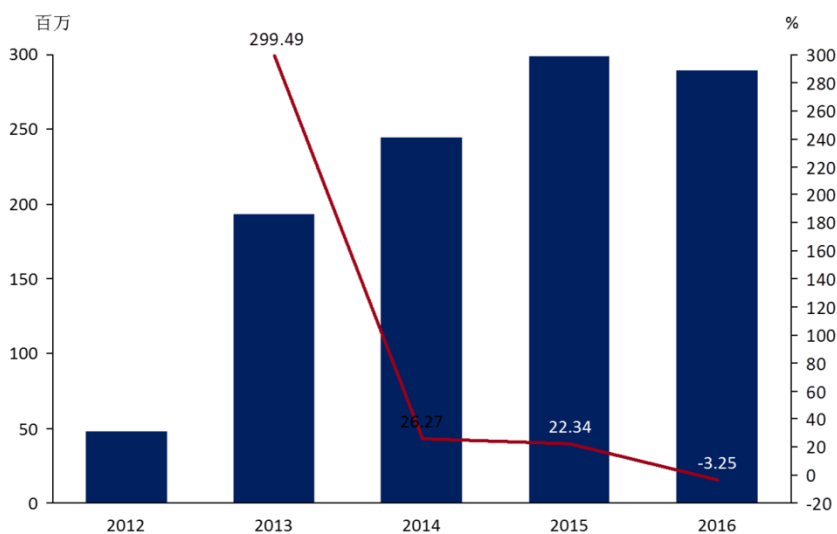
- ◆ **康柏西普维持高速增长：**康柏西普上市三年来，迅速开拓市场，势如破竹，同时填补了国产眼科疾病生物药的空白，销量迅猛增长（图 1），贡献公司收入的近 20%。康柏西普争夺市场潜力大，上市后不断抢占竞品雷珠单抗的市场份额，从样本医院数据来看，雷珠单抗 2016 年收入端已经开始下滑（图 2）。
- ◆ **化药、中药板块维持稳健增长：**公司化药核心品种阿立哌唑、莫沙必利、文拉法辛增长较为稳健（图 3）。中药板块除现有产品外，独家产品渴络欣胶囊新进入医保目录，未来有望带来一定弹性。

图 1:样本医院康柏西普销售情况



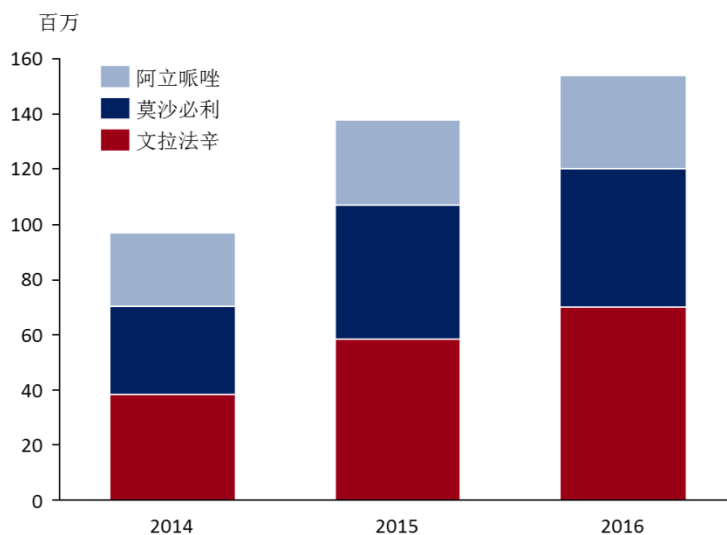
资料来源：PDB，东兴证券研究所

图 2:样本医院雷珠单抗销售情况



资料来源：PDB，东兴证券研究所

图 3:公司主要化药品种样本医院销售情况



资料来源：PDB，东兴证券研究所

2、创新为核心竞争力，在研产品线前景可期

康柏西普获 FDA 批准直接开展 III 期临床是中国制药工业里程碑。康柏西普是我国自主研发的生物创新药直接进入 III 期临床历史性的突破，之所以能够直接进入 III 期临床，是基于 FDA 对康柏西普临床疗效的高度认可，也体现了公司的创新实力。目前中国医药市场正在经历着快速的发展和变革，国际化是变革中恒久而耀眼的主题。我们认为中国未来会伴随着国际化进程诞生世界制药巨头。未来康弘有可能成为我国首批实现创新药制剂出口的企业。

康柏西普适应症不断扩展，系列化产品布局开始。目前康柏西普新适应症实验正陆续开展，未来其适应症可能从治疗湿性 AMD 扩展到治疗糖尿病黄斑水肿、激发视网膜静脉阻塞的黄斑水肿、病理近视性脉络膜新生血管病等（表 1）。同时 2017 年 2 月，KH906 滴眼液获得临床批件，KH906 滴眼液是公司自主研发的具有完全自主知识产权的 I 类生物创新药物（康柏西普系列化产品），该产品能有效地与血管及组织中的 VEGF 结合，阻断由 VEGF 介导的促进新生血管出芽和生长的信号传递，可用于治疗外伤、化学烧伤、角膜移植术后诱发的新生血管等。

公司在研科研项目 35 项，中枢神经系统领域和消化领域布局长远：在中枢神经系统领域，公司申请用于治疗阿尔茨海默症（Alzheimer's disease, AD）的盐酸多奈哌齐片、盐酸多奈哌齐口崩片、用于治疗成人重度抑郁症的氢溴酸沃塞汀片（5mg、10mg）已获国家食品药品监督管理局下发的《药物临床试验批件》，另一用于治疗阿尔茨海默症（Alzheimer's disease, AD）的新药 KH110 也正处于研发阶段；在消化系统领域，治疗结直肠及其他器官肿瘤且拥有国际发明专利的 1 类生物新药 KH903 正在开展 Ic 期临床研究，公司申请的艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊已获国家食品药品监督管理局下发的《药物临床试验批件》。公司在研产品已形成梯队，正稳步推进中（表 2）

表 1:康柏西普临床试验登记情况

注册号	试验题目	适应症	试验状态	试验分期	登记时间
ChiCTR-OOC-16010208	结膜下注射康柏西普治疗化学伤诱发的角膜新生血管的临床疗效探究	眼化学伤	正在进行 Recruiting	其它	2016/12/21
ChiCTR-IPR-16009597	康柏西普对人工晶体眼和晶状体眼患者渗出性 AMD 治疗随机对照研究	渗出性老年黄斑变性	正在进行 Recruiting	上市后药物	2016/10/25
ChiCTR-IPR-16009191	康柏西普治疗分支静脉阻塞引起的黄斑水肿疗效观察	视网膜分支静脉阻塞	正在进行 Recruiting	上市后药物	2016/9/11
CTR20160181	CRVO 试验	视网膜中央静脉阻塞所致黄斑水肿病变	进行中	3 期	2016/3/30
CTR20160178	BRVO 试验	视网膜分支静脉阻塞所致黄斑水肿病变	进行中	3 期	2016/3/30
ChiCTR-IPR-16007848	康柏西普在增殖性糖尿病视网膜病变术前注射的随机对照研究	糖尿病视网膜病变	结束 Completed	上市后药物	2016/1/28

ChiCTR-IIR-15007619	糖尿病黄斑水肿患者行白内障超声乳化手术联合康柏西普玻璃体腔注射的临床研究	白内障合并糖尿病性黄斑水肿	正在进行 Recruiting	1 期	2015/12/21
CTR20150356	康柏西普治疗息肉状脉络膜血管病变的 IV 期临床试验	息肉状脉络膜血管病变	进行中	4 期	2015/5/27
CTR20131281	康柏西普治疗极低视力 AMD 的临床试验	极低视力的湿性 AMD	已完成	2 期	2014/6/3
CTR20131312	康柏西普治疗糖尿病黄斑水肿的临床试验	糖尿病所致的黄斑水肿	进行中	3 期	2014/4/3
CTR20131301	康柏西普治疗继发视网膜静脉阻塞的黄斑水肿临床试验	继发于视网膜静脉阻塞的黄斑水肿	已完成	2 期	2014/4/2
CTR20131418	康柏西普治疗糖尿病黄斑水肿的临床预试验	糖尿病黄斑水肿	已完成	2 期	2014/3/18
CTR20131260	康柏西普治疗病理近视性脉络膜新生血管的临床试验	继发于退行性近视的脉络膜新生血管	进行中	3 期	2014/3/6

资料来源：CFDA，东兴证券研究所

表 2:公司主要在研产品

序号	名称	治疗领域	所处阶段	类别
1	KH901	肿瘤疾病	II 期临床	生物 1 类
2	KH902（康柏西普）	眼底疾病	PM III 期临床试验 DME III 期临床试验 RVO II 期临床试验	生物 1 类 生物 1 类 生物 1 类
3	KH903	肿瘤疾病	Ic 期临床	生物 1 类
4	KH906（抗 VEGF 滴眼液）	眼表疾病	获得临床批件	生物 1 类
5	KH709	精神疾病	已申报临床	化药 3 类
6	KH705	消化疾病	已申报临床	化药 5 类
7	KH110	神经疾病（阿尔兹海默）	临床前	中药 6 类
8	KH105	眼底疾病	临床 II/III 期	新增适应症
9	KH704	神经疾病	已申报临床	化药 3 类
10	KH714	神经疾病	申报阶段	化药 3 类、6 类

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

3、激励计划调动员工积极性

公司于 2016 年年初推出激励计划，激励对象包括公司董事、高管、中层管理人员、核心技术人员等 439 人，拟授予权益总计 460 万股，占公司股本总额的 1.03%，向 2 名激励对象授予 10.76 万股的股票增值权，公司激励范围广。同时公司设立激励计划业绩考核目标，归母净利润（未扣除激励成本）以 14 年为基数，16-18 年净利润增长率分别不低于 60.78%、103.87%、158.51%，即 16、17、18 年公司归母净利润（未扣除激励成本）不低于 4.40 亿、5.58 亿、7.07 亿，公司 2016 年超额完成激励考核。

结论：

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.18 亿元、8.01 亿元、10.00 亿元，增长分别为 24.42%、26.41%、25.39%。EPS 分别为 0.92 元、1.16 元、1.45 元，对应 PE 分别为 49x，39x，31x。我们认为公司是创新驱动的优质企业，康柏西普有望进入医保谈判目录，后续研发项目梯队也已形成。未来随着康柏西普的适应症扩展和系列化开发，及在研产品线的获批，未来几年公司有望维持收入端和利润端高速增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：

新产品上市低于预期

公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表		单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2141	2876	3506	4232	5130	营业收入	2074	2540	3141	3895	4815
货币资金	1688	2386	3212	3886	4717	营业成本	226	244	286	335	402
应收账款	85	65	86	107	132	营业税金及附加	33	46	44	55	67
其他应收款	25	9	11	13	16	营业费用	1098	1345	1660	2062	2549
预付款项	17	7	7	7	8	管理费用	306	387	471	576	703
存货	113	147	158	185	222	财务费用	-16	-24	-20	-20	-20
其他流动资产	210	260	28	28	28	资产减值损失	0.89	1.11	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	760	882	777	734	688	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	11.36	15.58	15.00	14.00	13.00
固定资产	426	409	383	370	375	营业利润	438	557	715	901	1126
无形资产	163	159	143	127	111	营业外收入	32.05	35.34	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	53	53	53	53	营业外支出	13.48	24.33	0.00	0.00	0.00
资产总计	2901	3758	4283	4966	5818	利润总额	456	568	725	911	1136
流动负债合计	281	593	598	612	631	所得税	59	68	87	109	136
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	397	500	638	801	1000
应付账款	39	74	78	92	110	少数股东损益	3	3	20	20	20
预收款项	5	14	14	15	15	归属母公司净利润	394	497	618	781	980
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	639	743	737	924	1152
非流动负债合计	95	261	56	56	56	BPS (元)	0.93	0.74	0.92	1.16	1.45
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	376	853	654	668	687	成长能力					
少数股东权益	23	0	20	40	60	营业收入增长	23.88%	22.45%	23.67%	23.99%	23.63%
实收资本(或股本)	446	675	675	675	675	营业利润增长	32.85%	27.16%	28.44%	25.94%	25.03%
资本公积	674	632	632	632	632	归属于母公司净利润	44.00%	26.14%	24.42%	26.41%	25.39%
未分配利润	1167	1544	1748	2005	2329	获利能力					
归属母公司股东权	2502	2905	3609	4258	5071	毛利率(%)	89.13%	90.41%	90.89%	91.40%	91.65%
负债和所有者权	2901	3758	4283	4966	5818	净利率(%)	19.14%	19.69%	20.31%	20.57%	20.76%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	12.90%	13.57%	13.22%	14.43%	15.73%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	15.74%	17.10%	17.13%	18.35%	19.32%
经营活动现金流	482	846	846	773	964	偿债能力					
净利润	397	500	638	801	1000	资产负债率(%)	13%	23%	15%	13%	12%
折旧摊销	216	210	0	44	46	流动比率	7.63	4.85	5.86	6.92	8.13
财务费用	-16	-24	-20	-20	-20	速动比率	7.22	4.60	5.60	6.61	7.78
应收账款减少	0	0	-21	-21	-25	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	1	1	总资产周转率	0.86	0.76	0.78	0.84	0.89
投资活动现金流	-262	-250	78	14	13	应收账款周转率	24	34	41	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	58.01	45.30	41.34	45.78	47.69
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	11	16	15	14	13	每股收益(最新摊薄)	0.93	0.74	0.92	1.16	1.45
筹资活动现金流	521	98	-98	-113	-147	每股净现金流(最新	1.66	1.03	1.22	1.00	1.23
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.61	4.30	5.35	6.31	7.51
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	46	229	0	0	0	P/E	48.36	60.69	49.19	38.91	31.03
资本公积增加	531	-42	0	0	0	P/B	8.02	10.47	8.42	7.14	6.00
现金净增加额	741	694	825	675	831	EV/EBITDA	28.79	37.72	36.90	28.69	22.30

资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

胡偌碧

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。