



2017 年 04 月 10 日

增持

当前价：44.44 元
目标价：55.8 元

医药行业研究组

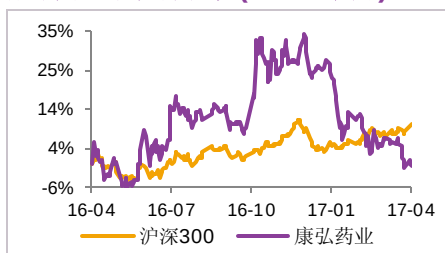
分析师：王风华

执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：李志新

电话：010-64408516
邮箱：lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	2540.0	3052.7	3723.9	4594.5
(+/-)		20.2%	22.0%	23.4%
净利润	496.8	628.0	792.0	1008.5
(+/-)		26.4%	26.1%	27.3%
EPS(元)	0.74	0.93	1.17	1.49
P/E	60	48	38	30

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

《康弘药业（002773）_康柏西普营收倍增，产品全线开花》2016-08-24

康弘药业(002773.SZ)

【联讯医药年报点评】康弘药业：业绩延续稳定高速增长，朗沐提供增长源动力

投资要点

◇ 事件：

康弘药业（002773）发布 2016 年度报告，期内实现营收 25.40 亿元，同比增长 22.45%；归母净利润 4.97 亿元，同比增长 26.14%；全面摊薄每股收益 0.74 元。利润分配方案为 10 股派 1.50 元（含税），不转增送股。

点评：

◇ 中成药、化药业务稳定增长，生物药康柏西普（朗沐）延续高增长

分业务板块看，公司中成药和化药业务营收双双突破 10 亿元大关，分别为 10.39（+12.81%）和 10.23 亿元（+15.72%），保持稳定增长，毛利率小幅提升；生物药业务康柏西普（朗沐）贡献营收 4.76 亿元（+78.3%），上市两年多来营收接近 5 亿元大关，毛利率提升 3.5 个百分点。分季度看，受 2015 年下半年高基数影响，2016 年下半年三大业务板块增速整体放缓，中成药增速下降明显（从上半年 23.7% 下降到 5.1%），化药小幅放缓，生物药延续高增长。我们预测公司中成药和化药业务仍可延续 10-15% 的增速增长，生物药康柏西普未来可延续 50-70% 的增速增长。公司整体毛利率上升 1.3 个百分点至 90.41%。

◇ 康柏西普（朗沐）开始大幅贡献利润，未来有望进入国家药价谈判

公司重磅眼科生物创新药产品康柏西普（朗沐）由全资子公司康弘生物生产，自 2014 年下半年上市以来，营业收入实现倍数增长，2014 年首年即销售 7416 万元，2015 年 2.67 亿元，2016 年 4.76 亿元，年复合增长率高达 153%。实现净利润也从 2014 年亏损 6679 万元，到 2016 年盈利 5958 万元，正式开始大幅贡献净利润，进入收获期。目前，康弘生物净利润率仅有 12.5%，我们认为随着销售规模的扩大，净利润率有望大幅提升。康柏西普（朗沐）尚未进入国家医保目录，地方省市最新中标价为 6725 元/0.2ml(10mg/ml)，相比同类进口药品雷珠单抗（诺华制药）7200 元/0.2ml(10mg/ml)有一定价格优势。作为疗效显著、自主研发的国产生物创新药，康柏西普（朗沐）有望入选后续国家药价谈判品种，我们认为，一旦通过谈判入选医保目录，将大大降低病患药费自费支出压力，朗沐销量将迎来快速放量。

◇ 研发型药企，在研品种丰富，产品梯队合理

康柏西普（朗沐）新适应症拓展和国外临床试验方面。目前朗沐仅获得了湿性年龄相关性黄斑变性（AMD）一项治疗适应症，新增适应症病理性近视（PM）继发脉络膜新生血管（CNV）接受了国家临床试验数据核查。参考参考国外同类产品如诺华的雷珠单抗（Lucentis）和美国再生元（Regeneron）公司的 Eylea 相继宣布获得湿性年龄相关性黄斑变性（湿性 AMD）、（PM）继发脉络膜新生血管（CNV）、糖尿病性黄斑水肿（DME）、



视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿（RVO-ME），公司康柏西普未来将持续进行上述新适应症拓展，用药患者基数和范围不断扩大。康柏西普也已经获 FDA 准许在美国直接开展 III 期临床试验。

公司其他在研项目丰富，公司 KH90X（1、2、3、6）等系列多个 1 类新药，其中 KH901 为拥有国际专利的治疗性肿瘤疫苗 1 类生物新药，KH906 用于治疗眼表新生血管病变，两者处于研发阶段；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 正在完成 I c 期临床研究及 II 期临床研究准备；另外，治疗阿尔茨海默病的 KH110 艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊已获国家食品药品监督管理总局下发的《药物临床试验批件》，公司研发项目储备丰富，后续增长有保障。

✧ 盈利预测与估值

关键盈利假设：

公司中成药和化学药经营稳健，考虑到规模以上医药工业整体增速放缓的大环境（2016 年增速 9.7%），2017-2019 年，给予公司中成药业务年均 10% 的增速；化学药业务 12% 的增速；眼科生物药康柏西普正处于快速增长期，过去两年营收保持翻倍年复合增长，预测 2017 年-2019 年，康柏西普营收 60%、55% 和 50% 的增速。

我们预测 2017-2019 年，公司实现营业收入 30.5/37.2/45.9 亿元，归属上市公司股东净利润分别为 6.31/7.96/10.13 亿元，参考股本为 6.74 亿股，EPS 分别为 0.93/0.17/1.49 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 48X/38X/30X 倍，上市以来公司 PE-Band 波动区间为 70-90 倍，并参考国外同类产品公司再生元（Regeneron，股票代码 REGN）目前 PE（TTM）45 倍估值，给予公司 60 倍市盈率估值，对应目标价 55.8 元，给予“增持评级”。

✧ 风险提示

药品招投标降价超预期；新药研发进度不及预期；康柏西普国家药价谈判低于预期。



图表1: 康弘药业分产品营收预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
中成药				
营业收入(亿元)	10.39	11.43	12.57	13.83
YOY	12.81%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	86.70%	86.00%	86.00%	86.00%
化学药				
营业收入(亿元)	10.23	11.46	12.83	14.37
YOY	15.72%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率	94.95%	95.00%	95.00%	95.00%
生物药康柏西普				
营业收入(亿元)	4.76	7.62	11.80	17.71
YOY	78.3%	60.0%	55.0%	50.0%
毛利率	88.91%	90.00%	90.00%	90.00%
营业总收入(亿元)	25.38	30.52	37.24	45.94
YOY	22.49%	20.18%	21.99%	23.38%
毛利率	90.44%	90.38%	90.37%	90.36%

图表2: 康弘药业上市以来 PE-Band 波动区间



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2876.2	3361.7	4031.1	4928.8	经营活动现金流	846.4	580.8	754.0	957.1
现金	2386.2	2615.8	3026.6	3618.6	净利润	500.2	631.6	796.0	1013.3
应收账款和票据	67.2	91.6	119.2	133.2	折旧摊销	72.0	80.0	86.2	91.2
其它应收款	8.6	10.0	10.0	10.0	财务费用	-24.1	-30.0	-35.0	-40.0
预付账款	7.0	15.3	18.6	23.0	投资损失	-15.6	-15.0	-15.0	-15.0
存货	147.2	170.9	216.0	275.7	营运资金变动	272.0	-76.0	-65.0	-82.1
其他	260.0	458.1	640.7	868.3	其它	41.9	-9.8	-13.2	-10.3
非流动资产	882.0	1072.1	1243.1	1409.1	投资活动现金流	-250.2	-250.0	-242.0	-264.0
在建工程	128.8	228.8	228.8	128.8	资本支出	-170.2	-200.0	-200.0	-200.0
固定资产	408.8	488.8	663.8	933.8	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	158.5	154.5	150.5	146.5	其他	-80.0	-50.0	-42.0	-64.0
其他	185.9	200.0	200.0	200.0	筹资活动现金流	98.0	-101.2	-101.2	-101.2
资产总计	3758.2	4433.8	5274.2	6337.9	吸收投资	187.1	0.0	0.0	0.0
流动负债	592.6	628.1	667.5	712.9	其他	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	分配股利	-89.1	-101.2	-101.2	-101.2
应付账款	73.6	88.1	107.5	132.9	现金净增加额	698.5	229.6	410.8	591.9
其他	519.0	540.0	560.0	580.0					
非流动负债	260.7	269.1	274.1	279.1	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
专项应付款	179.1	179.1	179.1	179.1	成长能力				
其他	81.6	90.0	95.0	100.0	营业收入	22.45%	20.18%	21.99%	23.38%
负债合计	853.3	897.2	941.6	992.0	营业利润	27.16%	26.23%	26.59%	27.75%
少数股东权益	0.0	3.6	7.6	12.4	归属母公司净利润	26.14%	26.42%	26.12%	27.33%
归属母公司股东权益	2904.9	3533.0	4325.0	5333.5	获利能力				
负债和股东权益	2904.9	3536.6	4332.6	5345.9	毛利率	90.41%	90.38%	90.37%	90.36%
					净利率	19.69%	20.69%	21.38%	22.05%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	17.22%	17.78%	18.31%	18.91%
营业收入	2540.0	3052.7	3723.9	4594.5	ROIC	18.37%	18.20%	18.67%	19.20%
营业成本	243.6	293.7	358.5	442.9	偿债能力				
营业税金及附加	45.7	54.9	67.0	82.7	资产负债率	22.70%	20.24%	17.85%	15.65%
营业费用	1345.5	1587.4	1899.2	2297.2	净负债比率	29.37%	25.37%	21.73%	18.56%
管理费用	387.1	457.9	558.6	689.2	流动比率	4.85	5.35	6.04	6.91
财务费用	-24.1	-30.0	-35.0	-40.0	速动比率	4.6	5.08	5.72	6.53
资产减值损失	1.1	1.0	1.0	1.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.76	0.75	0.77	0.79
投资净收益	15.6	15.0	15.0	15.0	应收账款周转率	33.72	38.45	35.34	36.41
营业利润	556.7	702.7	889.6	1136.5	应付账款周转率	1.87	1.85	1.85	1.80
营业外收入	35.3	35.0	35.0	35.0	每股指标(元)				
营业外支出	24.3	20.0	20.0	20.0	每股收益	0.74	0.93	1.17	1.49
利润总额	567.8	717.7	904.6	1151.5	每股经营现金	4.3	5.23	6.41	7.90
所得税	67.6	86.1	108.5	138.2	每股净资产	1.25	0.86	1.12	1.42
净利润	500.2	631.6	796.0	1013.3	估值比率				
少数股东损益	3.4	3.6	4.0	4.8	P/E	60.4	47.8	37.9	29.7
归属母公司净利润	496.8	628.0	792.0	1008.5	P/B	10.3	8.5	6.9	5.6
EBITDA	604.6	767.7	955.8	1202.7	EV/EBITDA	49.91	39.30	31.57	25.09
EPS（元）	0.74	0.93	1.17	1.49					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院。



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com