康弘药业(002773.SZ)

【联讯医药公司点评】康弘药业（002773）：中药化药业务稳健增长，生物药康柏西普纳入医保目录，高增长有保障

2017 年 08 月 23 日

增持

当前价： 53.05 元

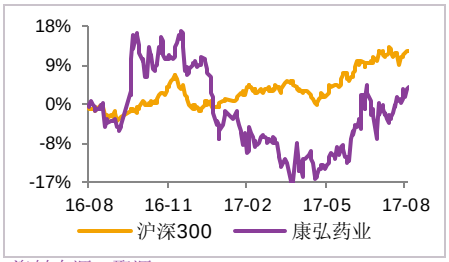
目标价： 55.8 元

医药行业研究组

分析师：王凤华
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	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2540.0	3052.7	3723.9	4594.5
（+/-）		20.2%	22.0%	23.4%
归母净利润	496.8	628.0	792.0	1008.5
（+/-）		26.4%	26.1%	27.3%
EPS(元)	0.74	0.93	1.18	1.50
P/E	69	55	43	34

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）_【联讯医药年报点评】康弘药业：业绩延续稳定高增长，朗沐提供增长源动力》2017-04-10

投资要点

✧ 事件：

公司昨日晚间公告中报，期内实现营收 13.69 亿元，归母净利润 2.33 亿元，分别同比增 17.59%和 30.84%。其中中成药和化学药营收分别为 5.36 亿元和 5.30 亿元，同比增 11.68%和 15.35%，保持稳健增长，生物药康柏西普营收 3.01 亿元，同比增 34.91%，增速较快。

点评：

✧ 中成药、化学药业务保持稳健增长，生物药康柏西普延续高增速

上半年，中成药业务营收 5.36 亿元，同比增 11.68%；化学药业务营收 5.30 亿元，同比增 15.35%，双双保持 10%-15%增速稳健增长，增速和去年持平。中成药和化学药毛利率保持较高水平，分别为 86.6%和 94.83%，毛利率同比上年持平。生物药康柏西普上半年营收 3.01 亿元，同比增 34.91%，增速较前两年有所下滑（2015A 102%，2016A 78%），但仍保持较高增速，毛利率保持稳定（88.44%）。下半年，随着全国各省市陆续将康柏西普纳入医保目录，康柏西普有望以量补价，营收保持 50%以上增速。

✧ 康柏西普是公司未来几年增长源动力：纳入国家医保目录、新增适应症

生物药康柏西普 2014 年上市以来，近几年营收保持翻倍式增长，营收占比迅速提升到上半年的 22%。今年上半年，康柏西普通过国家药价谈判获纳入国家医保目录（乙类），医保价格执行 5550 元/支（10mg/ml，0.2ml/支），相比谈判前各地中标价 6725 元/支，降价幅度仅 17.37%，大幅好于市场预期。康柏西普获纳入医保目录省份将从四川省迅速拓展到全国各地方省市，实现以量补价。

另外，康柏西普新适应症拓展方面，5 月份 CFDA 批准康柏西普新增适应症病理性近视（PM）继发脉络膜新生血管（CNV）引起的视力下降。据南方所测算，我国目前 20-60 岁人口总数约 4 亿人，病理性近视继发 CNV 患者约 160 万人，相比目前约 300 万人的 mAMD 患者群，适应患者人群增加约 50%。康柏西普后续的 DEM 和 RVO 国内适应症目前正在进行 III 期临床试验，预计后续将陆续获批，进一步扩大适应症患者群。康柏西普未来几年仍是公司营收增长源动力。

✧ 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，新获纳

入国家医保乙类目录，降价幅度较少，有望实现以量补价，我们预测 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 6.75 亿股，EPS 分别为 0.93/1.18/1.50 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 55X/43X/34X 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（Eylea，阿柏西普）公司再生元（Regeneron，股票代码 REGN）目前 PE（TTM）55 倍估值，给予公司 60 倍市盈率估值，对应目标价 55.8 元，维持“增持评级”。

✧ 风险提示

康柏西普进入各地医保目录进度不及预期；新药研发进度不及预期；药品降价超预期。

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
流动资产	2876.2	3361.7	4031.1	4928.8
现金	2386.2	2615.8	3026.6	3618.6
应收账款和票据	67.2	91.6	119.2	133.2
其它应收款	8.6	10.0	10.0	10.0
预付账款	7.0	15.3	18.6	23.0
存货	147.2	170.9	216.0	275.7
其他	260.0	458.1	640.7	868.3
非流动资产	882.0	1072.1	1243.1	1409.1
在建工程	128.8	228.8	228.8	128.8
固定资产	408.8	488.8	663.8	933.8
无形资产	158.5	154.5	150.5	146.5
其他	185.9	200.0	200.0	200.0
资产总计	3758.2	4433.8	5274.2	6337.9
流动负债	592.6	628.1	667.5	712.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	73.6	88.1	107.5	132.9
其他	519.0	540.0	560.0	580.0
非流动负债	260.7	269.1	274.1	279.1
专项应付款	179.1	179.1	179.1	179.1
其他	81.6	90.0	95.0	100.0
负债合计	853.3	897.2	941.6	992.0
少数股东权益	0.0	3.6	7.6	12.4
归属母公司股东权益	2904.9	3533.0	4325.0	5333.5
负债和股东权益	2904.9	3536.6	4332.6	5345.9
利润表	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
营业收入	2540.0	3052.7	3723.9	4594.5
营业成本	243.6	293.7	358.5	442.9
营业税金及附加	45.7	54.9	67.0	82.7
营业费用	1345.5	1587.4	1899.2	2297.2
管理费用	387.1	457.9	558.6	689.2
财务费用	-24.1	-30.0	-35.0	-40.0
资产减值损失	1.1	1.0	1.0	1.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	15.6	15.0	15.0	15.0
营业利润	556.7	702.7	889.6	1136.5
营业外收入	35.3	35.0	35.0	35.0
营业外支出	24.3	20.0	20.0	20.0
利润总额	567.8	717.7	904.6	1151.5
所得税	67.6	86.1	108.5	138.2
净利润	500.2	631.6	796.0	1013.3
少数股东损益	3.4	3.6	4.0	4.8
归属母公司净利润	496.8	628.0	792.0	1008.5
EBITDA	604.6	767.7	955.8	1202.7
EPS（元）	0.74	0.93	1.18	1.50

现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	846.4	580.8	754.0	957.1
净利润	500.2	631.6	796.0	1013.3
折旧摊销	72.0	80.0	86.2	91.2
财务费用	-24.1	-30.0	-35.0	-40.0
投资损失	-15.6	-15.0	-15.0	-15.0
营运资金变动	272.0	-76.0	-65.0	-82.1
其它	41.9	-9.8	-13.2	-10.3
投资活动现金流	-250.2	-250.0	-242.0	-264.0
资本支出	-170.2	-200.0	-200.0	-200.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-80.0	-50.0	-42.0	-64.0
筹资活动现金流	98.0	-101.2	-101.2	-101.2
吸收投资	187.1	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
分配股利	-89.1	-101.2	-101.2	-101.2
现金净增加额	698.5	229.6	410.8	591.9
主要财务比率	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
成长能力				
营业收入	22.45%	20.18%	21.99%	23.38%
营业利润	27.16%	26.23%	26.59%	27.75%
归属母公司净利润	26.14%	26.42%	26.12%	27.33%
获利能力				
毛利率	90.41%	90.38%	90.37%	90.36%
净利率	19.69%	20.69%	21.38%	22.05%
ROE	17.22%	17.78%	18.31%	18.91%
ROIC	18.37%	18.20%	18.67%	19.20%
偿债能力				
资产负债率	22.70%	20.24%	17.85%	15.65%
净负债比率	29.37%	25.37%	21.73%	18.56%
流动比率	4.85	5.35	6.04	6.91
速动比率	4.6	5.08	5.72	6.53
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.75	0.77	0.79
应收账款周转率	33.72	38.45	35.34	36.41
应付账款周转率	1.87	1.85	1.85	1.80
每股指标(元)				
每股收益	0.74	0.93	1.17	1.49
每股经营现金	4.3	5.23	6.41	7.90
每股净资产	1.25	0.86	1.12	1.42
估值比率				
P/E	69	55	43	34
P/B	10.3	8.5	6.9	5.6
EV/EBITDA	49.91	39.30	31.57	25.09

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院。

分析师简介

王凤华：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
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，旨为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