



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩符合预期，创新及国际化加速推进

——康弘药业（002773）2017 年三季度报点评

2017 年 10 月 22 日

推荐/维持

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	研究助理	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件：

康弘药业发布 2017 年三季度度报告，2017 年前三季度公司实现营业收入 20.99 亿元，同比增长 14.69%；归属于上市公司股东的净利 4.16 亿元，同比增长 33.85%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.17 亿元，同比增长 34.22%。实现 EPS 为 0.62 元。

公司 2017 年 Q3 实现营业收入 7.30 亿元，同比增长 9.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.83 亿元，同比增长 37.90%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.86 亿元，同比增长 41.29%。实现 EPS 为 0.27 元。

公司发布前全年经营预告，预计 2017 年归母净利润 5.46-6.95 亿，变动区间 10-40%。则 2017Q4 业绩预计 1.31 亿元-2.80 亿元，去年 Q4 业绩为 1.86 亿元。

公司发布公告，拟已自有资金 4672 万美元分四阶段投资以色列的 IOptima Ltd.公司，并取得得 IOptiMate™ 系统在中国的独家经销权。

公司发布公告，拟聘请 INC Research, LLC.，为公司提供康柏西普眼用注射液的第 III 期临床试验服务以及向美国食品和药物管理局（FDA）提交并获得生物制品许可申请（“BLA”）及向其他监管机构申请必要的上市许可。

观点：

1、业绩符合预期，四季度或将为康柏西普放量拐点

2017 年上半年公司实现营业收入 20.99 亿元，同比增长 14.69%；归属于上市公司股东的净利 4.16 亿元，同比增长 34.22%。公司预告全年业绩增速 10-40%，单独看四季度，业绩 1.31-2.80 亿，去年 Q4 业绩 1.86 亿元。

分季度来看，公司前三季度收入端分别为 6.42 亿、7.27 亿、7.30 亿，虽然三季度单季度业绩增速仅 9.62，但依然呈现逐季向好的趋势。

分板块来看收入, 根据三季度单季度增速和中报情况综合判断, 我们推测中药板块和化药板块收入 10% 左右, 生物药板块收入 10-20% 之间。主要原因还是康柏西普增速有所放缓, 病人在等医保全面执行之后再行注射, 医保放量有延后效应。我们认为四季度康柏西普将出现放量拐点。

财务方面: 公司销售费用率 53.45%, 较去年同期 (55.86%) 下降 2.41pp, 但较去年全年水平 (52.97%) 有所上升, 主要是由于康柏西普目前处于进入医保后推广力度加大。公司管理费用率 14.20%, 与去年同期 (14.29%) 持平略降, 管理费用控制良好。公司财务费用下降约 630 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, 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。此次进入谈判目录仅降价 18%, 未来弹性空间巨大。
- ◆ **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。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。

2、康柏西普海外 III 期临床稳步推进, CRO 公司合作敲定

公司刚刚公告将聘请 INC Research, LLC. 为公司提供康柏西普眼用注射液的第 III 期临床试验服务, 项目总费用为 2.28 亿美金 (分期支付), 合同期 8 年。CRO 公司合作敲定代表着康柏西普海外 III 期的稳步推进。后续期待公司进一步临床方案的设计和公布。INC Research 注册于美国特拉华州, 最早成立于 1996 年 8 月, 唯一股东是 INC Research Holdings Inc. (美国纳斯达克股票代码为 “INCR”)。

3、投资以色列 IOptima Ltd. 公司, 眼科协同效应明显

公司刚刚公告拟已自有资金 4672 万美元分四阶段投资以色列的 IOptima Ltd. 公司, 并取得 IOptiMate™ 系统在中国的独家经销权。根据公司 4 月份的公告 IOptima 公司的旗舰产品 IOptiMate™, 是一款用于青光眼治疗的 CO2 激光手术系统。IOptiMate™ 手术系统已于 2014 年 2 月获得我国食品药品监督管理总局 (CFDA) 的认证, 同时已获得欧盟、以色列、加拿大、墨西哥、秘鲁、泰国、中国台湾、哥斯达黎加、阿根廷等国家/地区的上市许可, 并将向美国 FDA 提交医疗器械注册申请。

本次公司披露了四阶段的具体安排

- ◆ 第一阶段 700 万美金认购 C 轮 (摊薄后约 19%)。
- ◆ 第二阶段 1722 万美金再认购 41%, 交割后总共持有 60%。

- ◆ 第三、四阶段各收购 20%，完成全面收购 100%控股。三、四阶段每阶段收购价为 801 万美金-1125 万美金。

公司计划通过本次海外投资获得 IOptima 公司的控股权以及 IOptiMate™在中国区的独家经销权，扩充眼科的产品线，并进入眼科器械和耗材领域，同时开启公司在青光眼治疗领域的创新解决方案。公司投资 IOptima 公司，未来在眼科领域有望形成协同。同时投资和收购 IOptima 公司也是公司实施国际化发展战略的重要举措之一，有利于加快推进公司国际化战略的步伐，拓展全球市场，为公司开拓新的利润增长点，并提升公司品牌影响力。

结论：

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.18 亿元、7.81 亿元、9.80 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 62x，49x，39x。我们认为公司是创新驱动的优质企业，康柏西普已经进入医保谈判目录，后续研发项目梯队也已形成，创新和国际化稳步推进。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，我们长期看好公司发展，维持“推荐”评级。

风险提示：

新产品上市低于预期，康柏西普竞争加剧

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						
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
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	60.47	75.89	61.50	48.65	38.80	
资本公积增加	531	-42	0	0	0	P/B	10.03	13.09	10.53	8.93	7.50	
现金净增加额	741	694	825	675	831	EV/EBITDA	36.66	47.97	47.23	36.93	28.91	

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球第 1 名组长，2015 年新财富第 7 名团队核心成员，2015 年水晶球第 3 名团队核心成员。北京大学药理学硕士、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。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

研究助理简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016 年水晶球第 1 名团队核心成员。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、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。