



## 2017 年业绩基本符合预期，康柏西普医保放量业绩有望加速增长

2018.2.28

唐爱金(分析师)

电话: 020-88836115

邮箱: tangaij@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

### 事件:

2018 年 2 月 27 日晚，康弘药业发布业绩快报，公司 2017 年全年营业收入达到 27.86 亿，同比增长 9.7%，归母净利润 6.44 亿，同比增长 29.68%。

### 点评:

#### ● 2017 年业绩基本符合预期，原因预计为康柏西普销售费用率下降提升利润水平

康弘药业 2017 年营收 27.86 亿，同比增长 9.70%，略低于我们的预期；归母净利润 6.44 亿，同比增长 29.68%，符合我们的预期。公司业绩增长主要动力来源于康柏西普的快速增长以及加强了费用管控带来利润水平提升。我们认为公司营收低于我们预期的主要原因为中成药和化药板块全年增速低于我们早前 14% 的预期，预计全年同比增长 4% 左右，对应 21.5 亿左右营收；而康柏西普销售额受到进入医保降价 18% 影响，全年增速预计在 35% 左右，对应营收约 6.4 亿。

#### ● 康柏西普 2018 年医保放量叠加销售费用率下降，贡献利润加速成长。

**1. 医保放量:** 康柏西普于 2017 年通过谈判进入国家医保，降价 18%，Q4 开始执行医保价格。我们认为进入国家医保以后，患者使用康柏西普西普的负担大幅降低，将让人均使用支数和渗透率都有所提升。人均用量方面，根据我们的草根调研进入医保前，人均使用支数在 2-3 支之间，进入医保后 wAMD 患者可报销 4 支，故而假设其人均用量有 30% 左右的提升；渗透率方面，在进入医保前，康柏西普的推广主要依靠渗透率的提升，即使用人群的扩大，2016/2017 年康柏西普的销量增长分别在 80% 和 45% 左右，进入医保加上 2017 年 5 月康柏西普 pmCNV 适应症的获批，我们预计康柏西普的使用人群有望扩大 45% 左右；降价影响方面，由于在 2017Q4 和 Q3 的部分月份已经执行了降价，那么我们测算估计康柏西普 2018 年全年降价方面影响在 15% 左右。综合评估，我们认为康柏西普在 2018 年有望同比增长  $(1+30%)*(1+45%)*(1-15%)-1=60%$ ，而在 2019-2020 年有望随着学术推广的进行和新适应症的获批继续保持 50% 和 40% 的增长。

**2. 销售费用率下降:** 康柏西普于 2014 年开始销售，前期学术推广投入较大，在 2016 年，康弘生物（负责朗沐生产销售）净利润仅为 6000 万左右，净利率为 12.51%；2017H1，康弘生物营收 3.02 亿，净利润 5319 万，净利率为 17.63%，净利率提升明显。2017 年全年，若假设康弘药业中成药和化药板块净利率在 23% 左右（2013 年康柏西普未上市时，康弘药业净利率为 21.61%），估计中成药和化药板块贡献净利润达到 4.9 亿左右，康柏西普贡献净利润预计在 1.5 亿左右，康柏西普净利率估计已经达到 23% 以上。而根据我们在深度报告中的拆分测算，到 2020 年，康柏西普的销售费用率将逐步下降至 35% 以下（2017 年预计为 65% 左右），净利率提升至 40% 以上，贡献 9 亿以上净利润。

## 强烈推荐 (上调)

现价: 49.40

目标价: 62.25

股价空间: 26.01%

医药生物行业

### 行业指数走势



### 股价表现

| 涨跌(%)  | 1M     | 3M     | 6M    |
|--------|--------|--------|-------|
| 康弘药业   | -10.97 | -19.39 | -4.28 |
| 医药生物   | -6.08  | -2.15  | 1.0   |
| 沪深 300 | -7.36  | 0.13   | 5.63  |

### 基本资料

|          |                    |
|----------|--------------------|
| 总市值 (亿元) | 333                |
| 总股本 (亿股) | 6.74               |
| 流通股比例    | 10.45%             |
| 资产负债率    | 22.73%             |
| 大股东      | 成都康弘科技实业 (集团) 有限公司 |
| 大股东持股比例  | 33.28%             |

### 相关报告

广证恒生-康弘药业(002773)-深度报告-康柏西普医保放量+美国 III 期，新征程的起点-20180124



● **康柏西普美国 III 期临床有望于近期开展，预计 2021 年左右上市**

康柏西普在 2016 年 10 月获美国 FDA 批准开展临床 III 期，目前已与美国 INC Research 签订 CRO 合约，并与 FDA 讨论临床试验方案中，我们预计近期公司将在美国正式开展康柏西普临床 III 期实验。康柏西普作为首个直通美国临床 III 期的国产生物药，其临床效果可与阿柏西普及雷珠单抗媲美，同时可实现 q3m（每 3 月注射一针），注射频次更少，在美国与阿柏西普的头对头试验有望凭借疗效非劣和更少注射频次获批，上市后有望占据 10-20% 左右市场份额，销售额突破 5-10 亿美金，成为首个国产重磅炸弹产品。

● **盈利预测与估值**

鉴于目前公司年报情况，我们微调公司盈利预测，预计公司 17-19 年对应 EPS 分别为 0.96/1.29/1.72 元，当前股价（49.40 元/股）对应 51/38/29 倍 PE。给予 2018 年公司中成药+化药板块 40 倍 PE，康柏西普 60 倍 PE，目标价 62.25 元/股，上调为“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**康柏西普国内销售不及预期；康柏西普美国 III 期临床失败；中成药及化药板块销售不及预期。

| 主要财务指标    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 2540.03 | 2786.50 | 3280.73 | 3907.47 |
| 同比(%)     | 22.45%  | 9.70%   | 17.74%  | 19.10%  |
| 归属母公司净利润  | 496.75  | 644.19  | 872.19  | 1158.36 |
| 同比(%)     | 26.14%  | 29.68%  | 35.39%  | 32.81%  |
| 每股收益(元)   | 0.74    | 0.96    | 1.29    | 1.72    |
| P/E       | 78.75   | 51.70   | 38.19   | 28.75   |
| P/B       | 13.47   | 9.66    | 7.71    | 6.08    |
| EV/EBITDA | 60.82   | 36.40   | 27.18   | 20.34   |



| 资产负债表           | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>     | 2876.17     | 3418.62      | 4416.51      | 5710.19      |
| 现金              | 2386.24     | 2881.04      | 3843.22      | 5051.53      |
| 应收账款            | 65.42       | 164.36       | 94.12        | 198.32       |
| 其它应收款           | 8.55        | 14.49        | 20.11        | 26.23        |
| 预付账款            | 6.95        | 13.66        | 12.48        | 17.23        |
| 存货              | 147.17      | 107.54       | 196.41       | 172.26       |
| 其他              | 261.83      | 237.53       | 250.17       | 244.61       |
| <b>非流动资产</b>    | 881.99      | 781.51       | 751.49       | 708.12       |
| 长期投资            | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 固定资产            | 408.81      | 352.19       | 309.71       | 272.75       |
| 无形资产            | 221.46      | 229.43       | 235.18       | 240.29       |
| 其他              | 251.72      | 199.89       | 206.60       | 195.08       |
| <b>资产总计</b>     | 3758.16     | 4200.13      | 5168.00      | 6418.31      |
| <b>流动负债</b>     | 592.62      | 488.28       | 580.60       | 669.18       |
| 短期借款            | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 应付账款            | 73.57       | 77.92        | 92.49        | 111.09       |
| 其他              | 519.05      | 410.36       | 488.10       | 558.09       |
| <b>非流动负债</b>    | 260.65      | 179.06       | 179.06       | 179.06       |
| 长期借款            | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他              | 260.65      | 179.06       | 179.06       | 179.06       |
| <b>负债合计</b>     | 853.27      | 667.34       | 759.65       | 848.23       |
| 少数股东权益          | 0.00        | 3.37         | 6.74         | 10.10        |
| 归属母公司股东权益       | 2904.89     | 3447.83      | 4320.02      | 5478.38      |
| <b>负债和股东权益</b>  | 3758.16     | 4118.54      | 5086.41      | 6336.72      |
| <b>利润表</b>      | <b>2016</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |
| 营业收入            | 2540.03     | 2786.50      | 3280.73      | 3907.47      |
| 营业成本            | 243.62      | 258.02       | 306.26       | 367.85       |
| 营业税金及附加         | 45.66       | 47.16        | 55.49        | 67.49        |
| 营业费用            | 1345.46     | 1382.24      | 1514.71      | 1665.61      |
| 管理费用            | 387.10      | 362.24       | 426.49       | 507.97       |
| 财务费用            | -24.09      | -27.80       | -38.72       | -55.00       |
| 资产减值损失          | 1.11        | 1.27         | 1.27         | 1.27         |
| 公允价值变动收益        | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 投资净收益           | 15.58       | 23.93        | 0.00         | 0.00         |
| <b>营业利润</b>     | 556.74      | 787.30       | 1015.23      | 1352.29      |
| 营业外收入           | 35.34       | 16.06        | 16.06        | 16.06        |
| 营业外支出           | 24.33       | 40.63        | 0.00         | 0.00         |
| <b>利润总额</b>     | 567.75      | 762.73       | 1031.29      | 1368.35      |
| 所得税             | 67.63       | 115.17       | 155.72       | 206.62       |
| <b>净利润</b>      | 500.12      | 647.56       | 875.56       | 1161.73      |
| 少数股东损益          | 3.37        | 3.37         | 3.37         | 3.37         |
| <b>归属母公司净利润</b> | 496.75      | 644.19       | 872.19       | 1158.36      |
| EBITDA          | 603.93      | 836.04       | 1084.12      | 1389.84      |
| EPS (摊薄)        | 0.74        | 0.96         | 1.29         | 1.72         |

| 现金流量表           | 2016           | 2017E         | 2018E         | 2019E          |
|-----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>经营活动现金流</b>  | <b>846.35</b>  | <b>566.52</b> | <b>991.77</b> | <b>1200.61</b> |
| 净利润             | 500.12         | 647.56        | 875.56        | 1161.73        |
| 折旧摊销            | 71.97          | 112.81        | 103.27        | 88.21          |
| 财务费用            | -24.09         | -27.80        | -38.72        | -55.00         |
| 投资损失            | -15.58         | -23.93        | 0.00          | 0.00           |
| 营运资金变动          | 275.37         | -151.99       | 56.60         | 3.22           |
| 其它              | 38.54          | 9.88          | -4.94         | 2.47           |
| <b>投资活动现金流</b>  | <b>-250.16</b> | <b>1.72</b>   | <b>-68.31</b> | <b>-47.31</b>  |
| 资本支出            | -116.19        | 17.61         | -48.27        | -34.25         |
| 长期投资            | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00           |
| 其他              | -366.35        | 19.33         | -116.58       | -81.55         |
| <b>筹资活动现金流</b>  | <b>97.95</b>   | <b>-73.45</b> | <b>38.72</b>  | <b>55.00</b>   |
| 短期借款            | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00           |
| 长期借款            | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00           |
| 其他              | 97.95          | -73.45        | 38.72         | 55.00          |
| <b>现金净增加额</b>   | <b>694.13</b>  | <b>494.80</b> | <b>962.18</b> | <b>1208.31</b> |
| <b>主要财务比率</b>   | <b>2016</b>    | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>   |
| <b>成长能力</b>     |                |               |               |                |
| 营业收入增长率         | 0.22           | 0.10          | 0.18          | 0.19           |
| 营业利润增长率         | 0.27           | 0.41          | 0.29          | 0.33           |
| 归属于母公司净利润增长率    | 0.26           | 0.30          | 0.35          | 0.33           |
| <b>获利能力</b>     |                |               |               |                |
| 毛利率             | 0.90           | 0.91          | 0.91          | 0.91           |
| 净利率             | 0.20           | 0.23          | 0.27          | 0.30           |
| ROE             | 0.18           | 0.20          | 0.22          | 0.24           |
| ROIC            | 0.16           | 0.18          | 0.19          | 0.20           |
| <b>偿债能力</b>     |                |               |               |                |
| 资产负债率           | 0.23           | 0.16          | 0.15          | 0.13           |
| 净负债比率           | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00           |
| 流动比率            | 4.85           | 7.00          | 7.61          | 8.53           |
| 速动比率            | 4.60           | 6.78          | 7.27          | 8.28           |
| <b>营运能力</b>     |                |               |               |                |
| 总资产周转率          | 0.76           | 0.70          | 0.70          | 0.67           |
| 应收账款周转率         | 33.72          | 24.25         | 25.38         | 26.72          |
| 应付账款周转率         | 0.30           | 0.30          | 0.30          | 0.30           |
| <b>每股指标 (元)</b> |                |               |               |                |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.74           | 0.96          | 1.29          | 1.72           |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 1.26           | 0.84          | 1.47          | 1.78           |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 4.31           | 5.12          | 6.42          | 8.14           |
| <b>估值比率</b>     |                |               |               |                |
| P/E             | 78.75          | 51.70         | 38.19         | 28.75          |
| P/B             | 13.47          | 9.66          | 7.71          | 6.08           |
| EV/EBITDA       | 60.82          | 36.40         | 27.18         | 20.34          |

资料来源：港澳资讯、Wind、广证恒生



廣證恒生  
GUANGZHENG HANG SENG

### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。