



东兴证券
DONGXING SECURITIES

整体业绩高增速符合预期，康柏西普潜力待挖掘

——康弘药业（002773）点评

2018 年 04 月 25 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	010-66554041

事件：

康弘药业发布 2017 年度报告，2017 年公司实现营业收入 27.86 亿元，同比增长 9.70%；归属于上市公司股东的净利润 6.44 亿元，同比增长 29.68%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 7.26 亿元，同比增长 28.67%。实现 EPS 为 0.95 元。

公司 2017 年 Q4 实现营业收入 6.87 亿元，同比下降 3.16%；实现归属于上市公司股东的净利 2.29 亿元，同比增长 22.74%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 2.10 亿元，同比增长 17.90%。实现 EPS 为 0.34 元。

公司利润分配预案，每 10 股派发现金红利 2.80 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	640.82	666.14	709.47	642.04	727.21	730.19	687.05
增长率（%）	30.77%	14.90%	17.55%	22.62%	13.48%	9.62%	-3.16%
毛利率（%）	90.47%	91.08%	90.59%	90.07%	90.26%	91.05%	89.91%
期间费用率（%）	75.10%	67.08%	62.04%	61.63%	76.47%	61.14%	51.33%
营业利润率（%）	14.33%	22.86%	26.55%	27.04%	12.58%	28.98%	45.24%
净利润（百万元）	75.95	133.70	187.91	151.60	81.47	182.60	228.53
增长率（%）	28.23%	09.69%	27.56%	47.82%	07.27%	36.57%	21.62%
每股盈利（季度，元）	0.11	0.20	0.28	0.22	0.12	0.27	0.34
资产负债率（%）	18.42%	23.26%	22.70%	23.03%	26.90%	25.25%	22.74%
净资产收益率（%）	2.88%	4.80%	6.47%	4.94%	2.65%	5.50%	6.45%
总资产收益率（%）	2.35%	3.69%	5.00%	3.80%	1.94%	4.11%	4.98%

观点：

1、整体业绩高增速符合预期，康柏西普潜力待挖掘

公司全年营收 27.86 亿元，同比增长 9.7%，归母净利润 6.44 亿，增速 9.68%，高增速符合预期。

分单季度数据来看，1-4 季度收入分别为 6.42 亿、7.27 亿、7.30 亿、6.87 亿，净利润分别为 1.52 亿、0.81 亿、1.83 亿、2.29 亿元，四季度收入增速略低，整体向好，净利润除了二季度略低之外呈现逐季向好趋势。

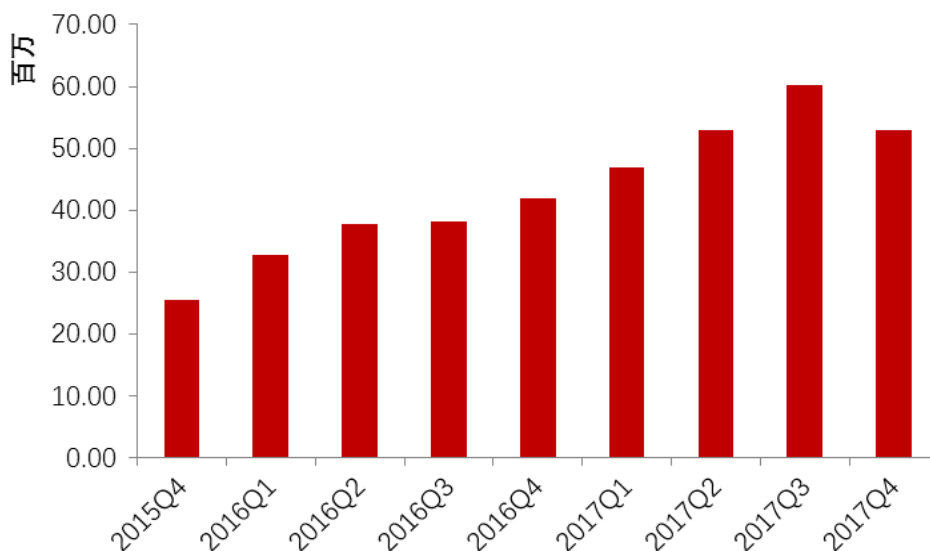
分板块来看收入，中药板块收入 10.85 亿（+4.33%）、化药板块收入 10.83 亿（+5.86%）、生物药板块收入 6.18 亿（+29.78%）。康柏西普接近 30%的增速符合预期（病人在等医保全面执行之后再再进行注射，医保放量有延后效应），康柏西普收入占比从 18.74%提升至 22.17%。公司各个板块毛利率基本维持平稳。

财务方面：公司销售费用率 45.83%，较去年同期（52.97%）有大幅下降，主要受销售分线改革销售策略调整影响，管理费用率 18.10%，较去年同期（15.24%）上升 2.86pp，管理费用率增加一方面由于研发费用的高投入（2017 年研发投入 3.50 亿，较 2016 年 1.46 亿增加 139.18%），研发费用资本化率有增加，管理费用中中介机构费用 1 亿，较去年接近翻倍，推测是康柏西普海外研究费用，另一方面薪酬增加也较多。公司财务费用下降约 600 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 2018，我们认为公司业绩仍将维持高速增长。

- ◆ **康柏西普维持高进入医保后放量拐点将至：**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，贡献公司收入超过 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，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。

图 1：样本医院康柏西普销售情况



资料来源：样本医院终端，东兴证券研究所

2、康柏西普进入医保降幅仅 18%超预期，未来空间巨大

康柏西普眼用注射液用于治疗湿性年龄相关性黄斑变性，初始 3 个月每月给药一次，0.5mg/眼/次，之后每三个月给药一次。2013 年获得生产批件，2014 年 3 月上市，目前市场准入良好已有 24 省中标。国内眼底新生血管性疾病市场空间巨大，抗 VEGF 药物是一线治疗方案。

康柏西普 VS 雷珠单抗：此次医保谈判两个药物降幅均不大，体现国家对临床刚需品种的政策倾斜。康柏西普支付价 5500 元，降幅 18%，雷珠单抗支付价 5700 元，降幅 21%。在所有谈判品种中降幅是最小的。

第一、价差利好康柏西普。康柏西普与雷珠单抗医保支付仅差 200 元，未来外企品种高价格带来的推广费用优势会变小。康柏西普原先有赠药，雷珠单抗无赠药，康柏西普依然有价格优势。若取消赠药，则对康弘来说相当于进行了一次提价。（之前康弘二赠一，若完全取消赠药，公司实际销售价格比进入医保前还有所提升）

第二、报销限定方式利好康柏西普。康柏西普和雷珠单抗的报销限定为每眼最多支付 9 支，每个年度最多支付 4 支，康柏西普后期是 3 个月/支，而雷珠单抗每月一次，**报销的限定方式利好康柏西普。**

第三、单纯从品种角度：雷珠单抗为一代品种、康柏西普是二代品种，融合蛋白优于雷珠单抗。

弹性测算：康柏西普适用人群包括湿性 AMD (300 万)、CNV 病理性近视 (160 万)、DME 糖尿病病变 (400 万)、RVO 视网膜血管阻塞 (300 万)。合计人群超过 1000 万。假设渗透率 10%，康柏西普市占率 40%，每人每年 3 支，则康柏西普终端市场容量为 77 亿，出厂口径收入可达 57 亿。现在康柏西普规模刚刚 6 亿，弹性巨大。

3、创新为核心竞争力，在研产品线前景可期

公司在研科研项目 51 项,报告期内进展颇多。公司研发投入由 2016 年的 1.46 亿增长至 2017 年的 3.50 亿,主要由于康柏西普在美国开展 III 期临床试验影响所致。

康柏西普海外 III 期临床稳步推进, CRO 公司合作敲定。原创国家 I 类新药康柏西普眼用注射液在美国 III 期临床研究正式启动,公司公告聘请 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。

康柏西普国内新适应症获批。新增适应症“继发于病理性近视的脉络膜新生血管引起的视力损伤”(pmCNV)获得生产批件,成为目前国内唯一获批 nAMD 和 pmCNV 两个适应症的产品,第三个适应症“糖尿病视网膜病变”(DME)完成 III 期临床试验,注册申报资料获 CDE 签收,朗沐的市场空间得以持续拓展

其他进展包括:KH906 滴眼液获得临床试验批件;治疗精神分裂症的阿立哌唑口服溶液获得 CDE 注册受理;化药一致性评价工作加速推进,进展顺利,其中阿立哌唑口崩片已进入 BE 研究阶段;以松龄血脉康胶囊为承载品种,建立了融合多个学科板块的中药质量属性研究平台,开展多个在产中药品种的 CMC 研究,渴络欣治疗非增殖期糖尿病网病适应症启动 IIb 期临床研究。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总局下发的《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;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总局下发的《药物临床试验批件》。在其他领域,处于研发阶段的产品包括拥有国际专利的治疗性肿瘤疫苗 1 类生物新药 KH901 等

表 1: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	DME III 期临床试验完成,注册获 CDE 签收	生物 1 类
			RVO II 期临床试验	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	盐酸多奈哌齐片剂/口崩剂	阿尔兹海默	获得临床批件	化药 6 类
6	氢溴酸沃塞汀片	成人重度抑郁	获得临床批件	化药 6 类
7	KH110	神经疾病 (阿尔兹海默)	临床前研发	中药 6 类
8	阿立哌唑口服液	精神分裂症	获得 CDE 注册受理	化药 6 类
9	阿立哌唑口崩片	精神分裂症	BE 研究	化药 6 类
10	渴络欣胶囊	非增殖期糖尿病	IIb 期研究	中药 6 类
11	艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊	质子泵抑制剂	获得临床批件	化药 6 类

资料来源:公司招股说明书,东兴证券研究所

4、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、2017 年均大幅度超额完成激励考核。

结论：

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 8.23 亿元、10.95 亿元、14.20 亿元，增长分别为 29.09%、29.27%、30.26%。EPS 分别为 1.23 元、1.59 元、2.08 元，对应 PE 分别为 44x, 34x, 26x。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		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2876	3464	4042	5016	6259	营业收入	2540	2786	3313	4069	4968
货币资金	2386	3102	3697	4616	5808	营业成本	244	269	328	381	419
应收账款	65	167	91	111	136	营业税金及附加	46	48	46	57	70
其他应收款	9	2	2	3	3	营业费用	1345	1277	1519	1829	2183
预付款项	7	14	14	14	15	管理费用	387	504	497	602	725
存货	147	174	205	238	262	财务费用	-24	-30	-20	-20	-20
其他流动资产	260	2	28	28	28	资产减值损失	1.11	5.50	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	882	1122	878	830	781	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	15.58	30.03	15.00	14.00	13.00
固定资产	409	436	409	394	398	营业利润	557	788	958	1234	1604
无形资产	159	179	161	143	125	营业外收入	35.34	20.21	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	53	39	39	39	39	营业外支出	24.33	44.67	0.00	0.00	0.00
资产总计	3758	4586	4919	5846	7040	利润总额	568	763	968	1244	1614
流动负债合计	593	579	500	514	526	所得税	68	119	116	149	194
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	500	644	852	1095	1420
应付账款	74	127	90	104	115	少数股东损益	3	0	20	20	20
预收款项	14	10	11	11	12	归属母公司净利润	497	644	832	1075	1400
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	743	987	983	1262	1633
非流动负债合计	261	463	56	56	56	EPS（元）	0.74	0.96	1.23	1.59	2.08
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
						2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	853	1043	556	571	582	成长能力					
少数股东权益	0	0	20	40	60	营业收入增长	22.45%	9.70%	18.90%	22.82%	22.08%
实收资本（或股	675	674	674	674	674	营业利润增长	27.16%	41.45%	21.61%	28.88%	29.95%
资本公积	632	646	646	646	646	归属于母公司净利	26.14%	29.68%	29.09%	29.27%	30.26%
未分配利润	1544	2049	2323	2678	3140	获利能力					
归属母公司股东	2905	3543	4343	5235	6398	毛利率(%)	90.41%	90.34%	90.09%	90.65%	91.57%
负债和所有者权	3758	4586	4919	5846	7040	净利率(%)	19.69%	23.12%	25.70%	26.91%	28.59%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	4.77%	13.22%	14.05%	16.91%	18.39%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	17.10%	18.18%	19.15%	20.53%	21.89%
经营活动现金流	846	767	800	1068	1397	偿债能力					
净利润	500	644	852	1095	1420	资产负债率(%)	23%	23%	11%	10%	8%
折旧摊销	210	230	0	47	49	流动比率		5.98	8.09	9.75	11.91
财务费用	-24	-30	-20	-20	-20	速动比率		5.68	7.68	9.29	11.41
应收账款减少	0	0	76	-21	-25	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	1	1	总资产周转率	0.76	0.67	0.70	0.76	0.77
投资活动现金流	-250	76	214	14	13	应收账款周转率	34	24	26	40	40
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	45.30	27.83	30.59	41.91	45.39
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	16	30	15	14	13	每股收益(最新摊	0.74	0.96	1.23	1.59	2.08
筹资活动现金流	98	-123	-419	-163	-218	每股净现金流(最	1.03	1.07	0.88	1.36	1.77
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	4.30	5.26	6.44	7.77	9.49
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	229	-1	0	0	0	P/E	73.59	56.89	44.27	34.25	26.29
资本公积增加	-42	14	0	0	0	P/B	12.69	10.39	8.48	7.03	5.75
现金净增加额	694	720	595	919	1192	EV/EBITDA	46.42	34.15	33.69	25.52	18.98

资料来源：公司财报、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。2016 年水晶球最佳分析师第一名，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。

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法律责任。

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。