康弘药业(002773.SZ)

【联讯医药中报点评】康弘药业：中报业绩低于预期，主要看点朗沐增长超预期

2018 年 08 月 29 日

持有(首次评级)

当前价： 48.5 元

目标价： 55 元

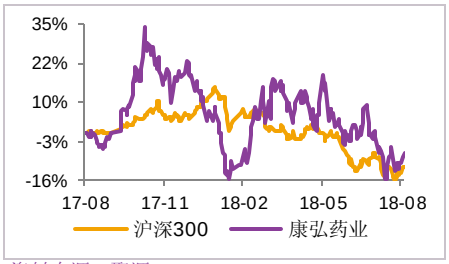
分析师：李晨光

执业编号：S0300518070001

电话：010-66235631

邮箱：lichenguang@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	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	2786	2944	3372	3858
（+/-）	9.69%	5.70%	14.50	14.42
归母净利润	644	748	861	1026
（+/-）	29.64	16.08	15.19	19.17
EPS(元)	0.96	1.11	1.28	1.52
P/E	51	44	38	32

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

《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

《康弘药业（002773）_【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》2017-08-23

投资要点

✧ 康弘药业发布半年报业绩低于预期，朗沐增长较快

我们重点关注的康弘药业发布中报，实现收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 13.83 亿元、3.10 亿元和 2.67 亿元，分别 1.03%、33.13%和 15.59%非经常性损益主要为政府补贴 5300 万元。单季度来看的话 Q2 单季度实现收入和利润分别为 6.83 亿元，1.04 亿元，分别同比增长-6.04%和 28.02%，其中，母公司 Q2 单季度收入和利润分别大幅下滑 30.2%和 22.8%。销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 53.69%、16.23%和-1.60%，分别同比变化-2.08、1.54 和-0.65 个 pp，考虑到中报波动性较大，整体费用率变化不大。

分产品来看，生物制药朗沐即康柏西普注射液实现销售收入 4.41 亿元，同比大幅增长 46.25%，实现利润 8924 万元，同比增长 67.74%，如考虑到研发费用投入，增速可能会更高，2017 年 7 月，康柏西普被纳入医保谈判目录，价格下降 18%，如果我们认为价格执行已经完毕，则测算出量增达到了 78%。毛利率提升 5.8 个 pp，达到了 94.24%，主要是受生产工艺更新带动。公司实现中成药收入 3.91 亿元，同比下降 27.04%，毛利率同比下降 0.41 个百分点至 86.19%；化学药收入 5.5 亿元，同比增长 3.69%，毛利率同比提升 0.51 个百分点至 95.34%；二季度化药、中成药业务下降较多，低于市场预期。

我们持续公司的康柏西普注射液，目前 VEGFR 靶点全球实现规模销售的仅有阿柏西普、雷珠和康柏西普，康柏西普为 Me-too 药，受益国内政策红利，市场增长很快，除上市时的 wAMD 以外，17 年获批病理性近视继发脉络膜新生血管（pmCNV）适应症，而糖尿病黄斑水肿（DME）也已纳入优先审评，未来还将有若干项适应证获批。公司目前已经开展美国地区 III 期临床。

✧ 研发进展顺利，在研品众看点较多

上半年公司投入研发费用 1.26 亿元，大幅增长 79.51%，主要是公司康柏西普注射液与 18 年 5 月开展美国 III 期临床，费用较高。研发创新方面，公司以临床需求为导向，以技术创新为主线，在眼科、中枢神经系统、消化系统等领域继续创新并丰富具有康弘特色的系列专利品种结构，进一步巩固公司在核心治疗领域的优势地位。公司自主研发的具有自主知识产权的 I 类生物创新药物，用于治疗外伤、化学烧伤、角膜移植术后诱发的新生血管的 KH906 滴眼液已获 CFDA 下发的《药物临床批件》，治疗各种伴病理性血管生长的实体肿瘤，如肠癌、肺癌且拥有国际发明专利的 1 类生物新药“重组人血管内皮生长因子受体-抗体融合蛋白注射液（静脉给药）”于 5 月获得临床批件；其余药品、多奈哌齐片、盐酸多奈哌齐口崩片、氢溴酸沃塞汀片、埃索美拉唑肠溶胶囊等均已获批临床。另外处于临床前研究的产品还包括拥

有国际专利的治疗性肿瘤疫苗 1 类生物新药 KH901 等。

✧ 市场假设与盈利预测

我们判断公司 18-20 年收入增速为 5.7%、14.5%和 14.4%，EPS 分别为 1.11、1.28 和 1.52 元，同比增长 16%、15%和 19%，目前公司股价对应估值分别为 44/39/32 倍，考虑到公司属于创新药龙头企业，所在靶点竞争格局良好，梯队品种优秀，给予公司对应 18 年 50 倍估值，目标价 55 元，相对 20 年估值为 36 倍，较目前股价有 13.4%的提升空间。

✧ 风险提示

高速增长之后的业绩下滑；

产品竞争格局恶化；

新品获批不及预期；

附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3464	4506	5225	2964
现金	3102	4111	4773	5447
应收账款	171	128	146	167
其它应收款	2	2	2	2
预付账款	14	29	34	39
存货	174	236	270	309
其他	2	2	2	2
非流动资产	250	526	339	301
在建工程	228	0	0	0
固定资产	436	716	627	538
无形资产	179	156	133	110
其他	279	271	263	255
资产总计	4586	5648	6247	6866
流动负债	579	637	647	667
短期借款	0	0	0	0
应付账款	65	137	176	223
其他	196	196	196	196
非流动负债	6	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	6	9	9	9
负债合计	290	410	463	525
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4402	1204	1429	1720
负债和股东权益	1341	1716	1913	2333
利润表	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
营业收入	2786	2945	3372	3858
营业成本	269	230	243	268
营业税金及附加	48	49	56	64
营业费用	1277	1472	1686	1929
管理费用	504	478	514	549
财务费用	-30	-50	-60	-70
其他经营收益	44.6	70.4	84.3	96.5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	30	40	0	0
营业利润	787	870	1005	1200
营业外收入	20	19	19	19
营业外支出	45	4	4	4
利润总额	763	886	1020	1216
所得税	119	138	159	189
净利润	644	748	861	1026
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	644	748	861	1026
EBITDA	840	910	1034	1220
EPS（元）	0.96	1.11	1.28	1.52

现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	767	816	846	1004
净利润	644	748	861	1026
折旧摊销	73	74	109	109
财务费用	3.9	-50	-60	-70
资产减值损失	35	5	13	14
营运资金变动	11	39	-42	-40
其它	0	0	0	0
投资活动现金流	76	418	0	0
资本支出	-313	-335	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	389	753	0	0
筹资活动现金流	-123	-224	-258	-308
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-123	-224	-258	-308
现金净增加额	720	1010	622	731
主要财务比率	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
成长能力				
营业收入	9.69%	5.70%	14.50%	14.42%
营业利润	41.41%	10.53%	15.45%	19.46%
归属母公司净利润	29.64%	16.0%	15.19%	19.17%
获利能力				
毛利率	90.33%	92.18%	92.79%	93.05%
净利率	23.11%	25.39%	25.54%	26.60%
ROE	10.79%	10.92%	10.95%	11.31%
ROIC	20.01%	18.90%	19.33%	19.66%
偿债能力				
资产负债率	22.74%	19.48%	17.78%	16.47%
净负债比率	29.43%	27.06%	23.78%	20.98%
流动比率	5.98	7.07	8.07	8.94
速动比率	5.68	6.70	7.66	8.48
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.58	0.57	0.59
应收账款周转率	23.41	19.75	24.66	24.65
存货周转率	1.68	1.12	0.96	0.93
每股指标(元)				
每股收益	0.96	1.11	1.28	1.52
每股经营现金	1.14	1.21	1.31	1.54
每股净资产	5.26	6.03	6.92	7.99
估值比率				
P/E	51	44	38	32
P/B	9	8	7	6

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院

分析师简介

李晨光，兰州大学药物化学硕士。2018 年 5 月加入联讯证券，现任医药行业分析师，证书编号：S0300518070001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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