



002773.SZ

买入

市场价格：人民币 35.50

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(39.7)	(3.8)	(10.9)	(42.5)
相对深证成指	(5.3)	3.4	1.8	(8.5)

发行股数(百万)	674
流通股(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	16,898
3个月日均交易额(人民币 百万)	50
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
成都康弘科技实业(集团)有限公司	33

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2018年12月24日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

(0755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiyi.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

康弘药业

康柏西普保持高增长，大品种战略持续推进强化单品护城河

康柏西普目前获批适应症包括wAMD和pmCNV，后续适应症正在拓展中，阿立哌唑口腔崩解片（博思清）已完成BE研究。随着营销调整的推进，明年公司业绩有望重新加速，预计18-20年EPS1.18/1.52/1.88，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 核心大产品康柏西普保持快速增长，传统中药化药有所拖累。目前非中药和化药仍然贡献公司将近70%的收入和净利润，为了顺应行业发展趋势和释放各产品线活力，公司对业绩占比高的两大板块进行营销调整，非生物药板块收入出现下滑。但公司核心产品康柏西普保持高速增长，自降价约18%进入国家医保谈判目录之后，经过2017Q4、2018Q1两个季度过渡期，开始放量增长，我们判断康柏西普全年将实现销售额50%以上高增长，全年净利率有望提升至25%以上。
- 大品种战略持续推进，公司继续强化康柏西普大单品的护城河。公司推动康柏西普适应症不断扩张，目前国内获批的两个适应症为湿性年龄相关性黄斑变性（wAMD）与继发于病理性近视的脉络膜新生血管（pmCNV）引起的视力损伤。糖尿病黄斑水肿（DME）已经完成临床试验，该适应症的注册申请已经由CDE受理，并正在审核中。视网膜静脉阻塞（RVO）目前处于临床三期阶段，相关研究正按计划推进。康柏西普于2018年5月正式启动在欧美开展的国际多中心三期临床研究，目前病人已开始入组，后续的入组工作正在有序进行中。此外公司积极推行仿制药一致性评价工作，国家基本药物目录之一的阿立哌唑口腔崩解片（博思清）已完成BE研究。其他药品的一致性评价正在有序开展中。

评级面临的主要风险

- 产品销售不及预期；产品降价等。

估值

- 我们预计2018-2020年实现净利润分别为7.97亿元、10.23亿元、12.69亿元，对应PE30倍/23倍/19倍，维持买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	2,540	2,786	2,987	3,759	4,690
变动(%)	22	10	7	26	25
净利润(人民币 百万)	497	644	797	1,023	1,269
全面摊薄每股收益(人民币)	0.736	0.955	1.182	1.517	1.882
变动(%)	(16.7)	29.8	23.7	28.4	24.0
全面摊薄市盈率(倍)	48.3	37.2	30.1	23.4	18.9
价格/每股现金流量(倍)	28.4	31.3	53.3	21.6	16.9
每股现金流量(人民币)	1.25	1.14	0.67	1.65	2.11
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.2	27.9	22.8	16.9	12.8
每股股息(人民币)	0.150	0.280	0.286	0.374	0.490
股息率(%)	0.4	0.8	0.8	1.1	1.4

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	2,540	2,786	2,987	3,759	4,690
销售成本	(289)	(317)	(249)	(306)	(367)
经营费用	(1,670)	(1,722)	(1,833)	(2,275)	(2,846)
息税折旧前利润	581	748	905	1,178	1,476
折旧及摊销	(63)	(65)	(80)	(94)	(111)
经营利润 (息税前利润)	517	683	825	1,084	1,365
净利息收入/(费用)	24	30	30	30	30
其他收益/(损失)	27	6	50	49	46
税前利润	568	719	905	1,162	1,442
所得税	(68)	(119)	(109)	(139)	(173)
少数股东权益	3	0	0	0	0
净利润	497	644	797	1,023	1,269
核心净利润	505	596	799	1,025	1,271
每股收益 (人民币)	0.736	0.955	1.182	1.517	1.882
核心每股收益 (人民币)	0.748	0.883	1.185	1.521	1.884
每股股息 (人民币)	0.150	0.280	0.286	0.374	0.490
收入增长(%)	22	10	7	26	25
息税前利润增长(%)	26	32	21	31	26
息税折旧前利润增长(%)	22	29	21	30	25
每股收益增长(%)	(17)	30	24	28	24
核心每股收益增长(%)	(17)	18	34	28	24

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	568	719	905	1,162	1,442
折旧与摊销	63	65	80	94	111
净利息费用	(24)	(30)	(30)	(30)	(30)
运营资本变动	299	14	(100)	153	(121)
税金	(64)	(74)	(109)	(139)	(173)
其他经营现金流	4	74	(296)	(128)	192
经营活动产生的现金流	846	767	450	1,112	1,421
购买固定资产净值	19	157	147	197	192
投资减少/增加	16	30	30	30	30
其他投资现金流	(285)	(111)	(294)	(393)	(384)
投资活动产生的现金流	(250)	76	(117)	(167)	(162)
净增权益	(101)	(189)	(193)	(252)	(330)
净增债务	0	0	60	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	199	39	86	(73)	(191)
融资活动产生的现金流	98	(123)	6	(222)	(300)
现金变动	694	720	339	724	958
期初现金	1,688	2,386	3,102	3,441	4,165
公司自由现金流	596	843	333	945	1,259
权益自由现金流	572	812	363	915	1,229

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2,646	3,103	3,598	4,304	5,223
应收帐款	76	173	95	222	190
库存	147	174	39	229	95
其他流动资产	7	14	12	13	17
流动资产总计	2,876	3,464	3,745	4,767	5,525
固定资产	538	665	666	674	682
无形资产	221	378	444	539	612
其他长期资产	108	72	72	84	76
长期资产总计	867	1,115	1,182	1,297	1,370
总资产	3,758	4,586	4,927	6,055	6,878
应付帐款	74	127	50	87	87
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	519	453	287	547	409
流动负债总计	593	579	387	684	546
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	261	463	273	332	356
股本	674	674	674	674	674
储备	2,421	2,979	3,583	4,354	5,292
股东权益	2,905	3,544	4,257	5,028	5,966
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	3,758	4,586	4,927	6,055	6,878
每股帐面价值 (人民币)	4.30	5.26	6.31	7.46	8.85
每股有形资产 (人民币)	3.98	4.70	5.66	6.66	7.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.54)	(4.60)	(5.01)	(6.09)	(7.51)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.9	26.8	30.3	31.3	31.5
息税前利润率(%)	20.4	24.5	27.6	28.8	29.1
税前利润率(%)	22.4	25.8	30.3	30.9	30.7
净利率(%)	19.6	23.1	26.7	27.2	27.0
流动性					
流动比率(倍)	4.9	6.0	9.7	7.0	10.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.6	5.7	9.6	6.6	10.0
估值					
市盈率(倍)	48.3	37.2	30.1	23.4	18.9
核心业务市盈率(倍)	47.5	40.2	30.0	23.4	18.9
市净率(倍)	8.3	6.8	5.6	4.8	4.0
价格/现金流(倍)	28.4	31.3	53.3	21.6	16.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.2	27.9	22.8	16.9	12.8
周转率					
存货周转天数	164.3	184.8	156.5	159.9	160.7
应收帐款周转天数	13.5	16.3	16.4	15.4	16.0
应付帐款周转天数	8.1	13.1	10.8	6.7	6.8
回报率					
股息支付率(%)	20.4	29.3	24.2	24.6	26.0
净资产收益率(%)	18.4	20.0	20.4	22.0	23.1
资产收益率(%)	13.7	13.7	15.3	17.4	18.6
已运用资本收益率(%)	4.6	5.0	5.1	5.4	5.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测