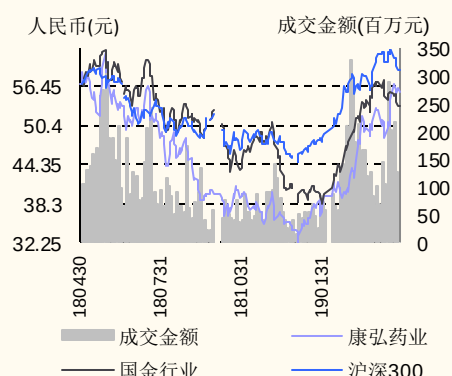


康弘药业 (002773.SZ) 增持 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 55.50 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	476.54
总市值(百万元)	37,381.29
年内股价最高最低(元)	61.69/32.25
沪深 300 指数	3900.33
中小板综	9329.09

**相关报告**

- 1.《整体业绩基本符合预期, 预计朗沐增速超预期-康弘药业 2018 业...》, 2019.03.28
- 2.《整体业绩略低于预期, 朗沐增速超预期-康弘药业 2018Q3 季报...》, 2018.10.23
- 3.《朗沐中期业绩符合预期, 医保放量利润率提升-康弘药业 2018 中...》, 2018.8.29

王麟

联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

朗沐放量美国临床值得期待, 中化药略有承压**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.954	1.032	1.237	1.499	1.793
每股净资产(元)	5.26	6.06	7.70	9.20	10.99
每股经营性现金流(元)	1.14	0.52	1.47	1.61	1.92
市盈率(倍)	58.15	53.79	44.85	37.03	30.96
净利润增长率(%)	29.68%	7.88%	19.93%	21.13%	19.62%
净资产收益率(%)	18.18%	17.02%	16.07%	16.29%	16.31%
总股本(百万股)	674.95	673.54	673.54	673.54	673.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 近日, 公司发布 2018 及 2019Q1 业绩, 2018 收入约 29.2 亿元, 同比增速约 4.7%; 实现扣非利润 6.3 亿, 同比约 0.35%; 19Q1 收入约 7.2 亿元, 同比增速约 2.4%; 实现扣非利润 1.98 亿, 同比约 2.7%。公司业绩整体略低于预期, 朗沐持续放量, 美国三期临床值得期待, 预计中化药继续承压。

点评

- **业绩略低于预期, 源于中化药承压, 康柏西普持续放量:** 18 年生物药朗沐收入约 8.8 亿, 同比 42.8%, 持续放量; 中药收入约 8.6 亿, 同比-20.4%; 化药约 11.7 亿, 同比 8%。19Q1 收入增 2.4%, 其中母公司同比下降约 0.7 亿, 母公司主要是化药及部分中药。18 年业绩及 19Q1 业绩表现收入增速放缓预计与公司中化药增速承压有关。另外, 我们预计研发及管理费用投入加大对利润增速影响较大, 政府补贴体量较大影响扣非增速。朗沐凭借医保放量收入快速放量, 预计 19Q1 持续放量。18H1 朗沐在美国 III 期临床试验获得 FDA 临床试验特别方案评审, 7 月入组患者, 临床结果值得期待。
- **中成药化药增速预计低于预期, 预计与销售改革有关:** 我们预计化药和中成药业绩放缓预计与公司销售队伍改革有关, 19 年全年增速有望同比改善。化药阿立哌唑和文拉法辛竞争格局较好, 且均为首仿, 另外阿立哌唑目前已首家通过一致性评价; 文拉法辛缓释首家申报一致性评价, 有望首家通过; 中成药舒肝解郁胶囊和渴络欣胶囊, 独家品种, 国家医保, 体量较小, 未来弹性较大。我们预计明年中成药和化药增速有望企稳。
- **临床进展稳步推进, 一致性评价已有收获:** 公司 18 年研发投入约 3.49 亿, 其中费用化约 2.3 亿 (同比约 20%), 19Q1 费用化研发投入 4600 万, 同比约 43%。其中, 公司在研管线品种稳步推进: 康柏西普(KH902)适应症扩展逐步获批、预计实体瘤新药 KH903 目前处于 II 期临床、KH906 滴眼液启动临床已有患者入组、以及处于研发阶段的抗肿瘤疫苗 KH901 和治疗阿尔兹海默症新药 KH110。另外, 一致性评价进展顺利: 目前阿立哌唑口崩片首家通过一致性评价, 文拉法辛缓释首家申报, 右佐匹克隆完成 BE。

盈利预测及投资建议

- 我们预计 2019-2021 EPS 分别为 1.24/1.50/1.79 元, 对应 PE 分别为 44.9/37.0/31.0 倍。(考虑中化药承压因素以及朗沐新一轮医保谈判因素, 19/20 年预测相比于上次点评分别下调 10%/8.5%)

风险提示

- 朗沐医保放量和美国临床不确定; 化药中成药销售不确定; 研发进展低于预期; 非经常性业务影响公司业绩不确定; 带量采购影响不确定。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,540	2,786	2,917	3,471	4,061	4,536
增长率		9.7%	4.7%	19.0%	17.0%	11.7%
主营业务成本	-244	-269	-229	-259	-290	-314
%销售收入	9.6%	9.7%	7.8%	7.5%	7.2%	6.9%
毛利	2,296	2,517	2,689	3,212	3,771	4,222
%销售收入	90.4%	90.3%	92.2%	92.5%	92.8%	93.1%
营业税金及附加	-46	-48	-44	-52	-61	-45
%销售收入	1.8%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.0%
营业费用	-1,345	-1,277	-1,376	-1,597	-1,840	-1,996
%销售收入	53.0%	45.8%	47.2%	46.0%	45.3%	44.0%
管理费用	-387	-504	-616	-694	-812	-907
%销售收入	15.2%	18.1%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	518	688	653	869	1,058	1,274
%销售收入	20.4%	24.7%	22.4%	25.0%	26.0%	28.1%
财务费用	24	30	46	61	80	102
%销售收入	-0.9%	-1.1%	-1.6%	-1.8%	-2.0%	-2.2%
资产减值损失	-1	-5	-5	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	16	30	28	30	20	10
%税前利润	2.7%	3.9%	3.5%	3.1%	1.7%	0.7%
营业利润	557	788	796	955	1,157	1,385
营业利润率	21.9%	28.3%	27.3%	27.5%	28.5%	30.5%
营业外收支	11	-24	3	3	3	3
税前利润	568	763	799	958	1,160	1,388
利润率	22.4%	27.4%	27.4%	27.6%	28.6%	30.6%
所得税	-68	-119	-105	-125	-151	-180
所得税率	11.9%	15.6%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	500	644	695	833	1,010	1,208
少数股东损益	3	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	497	644	695	833	1,010	1,208
净利率	19.6%	23.1%	23.8%	24.0%	24.9%	26.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	500	644	695	833	1,010	1,208
少数股东损益	3	0	0	0	0	0
非现金支出	73	79	86	78	77	81
非经营收益	-34	25	-49	-36	-23	-13
营运资金变动	307	19	-380	114	19	19
经营活动现金净流	846	767	351	990	1,082	1,295
资本开支	-170	-313	-458	53	-200	-100
投资	-123	260	-337	1	-1	-5
其他	43	129	40	30	20	10
投资活动现金净流	-250	76	-756	84	-181	-95
股权募资	187	0	0	49	0	0
债权募资	0	0	0	-409	0	0
其他	-85	-127	-204	219	0	0
筹资活动现金净流	102	-127	-204	-141	0	0
现金净流量	698	715	-608	933	901	1,200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,386	3,102	2,493	3,426	4,327	5,527
应收账款	76	173	424	292	342	382
存货	147	174	254	260	292	315
其他流动资产	267	16	241	244	249	257
流动资产	2,876	3,464	3,413	4,222	5,209	6,480
%总资产	76.5%	75.5%	65.7%	71.8%	74.5%	78.2%
长期投资	0	0	9	9	9	9
固定资产	538	665	840	996	1,105	1,122
%总资产	14.3%	14.5%	16.2%	16.9%	15.8%	13.5%
无形资产	236	386	812	533	550	557
非流动资产	882	1,122	1,782	1,660	1,786	1,809
%总资产	23.5%	24.5%	34.3%	28.2%	25.5%	21.8%
资产总计	3,758	4,586	5,195	5,881	6,995	8,289
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	450	362	374	425	486	530
其他流动负债	142	217	246	201	233	265
流动负债	593	579	620	626	719	795
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	261	463	491	69	81	91
负债	853	1,043	1,111	695	800	886
普通股股东权益	2,905	3,543	4,084	5,186	6,195	7,403
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,758	4,586	5,195	5,881	6,995	8,289

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.736	0.954	1.032	1.237	1.499	1.793
每股净资产	4.304	5.256	6.063	7.700	9.198	10.991
每股经营现金净流	1.254	1.137	0.521	1.470	1.607	1.922
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.10%	18.18%	17.02%	16.07%	16.29%	16.31%
总资产收益率	13.22%	14.05%	13.38%	14.17%	14.43%	14.57%
投入资本收益率	15.71%	16.40%	13.89%	14.58%	14.86%	14.97%
增长率						
主营业务收入增长率	22.45%	9.70%	4.70%	18.98%	17.00%	11.69%
EBIT增长率	25.84%	32.80%	-5.12%	33.12%	21.71%	20.39%
净利润增长率	26.14%	29.68%	7.88%	19.93%	21.13%	19.62%
总资产增长率	29.54%	22.03%	13.27%	13.21%	18.94%	18.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.8	15.2	26.6	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	195.1	217.6	341.8	370.0	370.0	370.0
应付账款周转天数	84.0	135.7	182.4	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	58.7	57.2	55.3	41.9	32.1	26.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-82.15%	-87.53%	-61.05%	-66.06%	-69.85%	-74.66%
EBIT利息保障倍数	-21.5	-22.7	-14.2	-14.2	-13.2	-12.5
资产负债率	22.70%	22.74%	21.39%	11.82%	11.44%	10.69%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	4	5	10	11	14
增持	0	0	2	2	4
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.31	1.29	1.48

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-03-06	增持	48.70	50.00~55.00
2	2018-04-25	增持	54.61	N/A
3	2018-04-27	增持	56.18	N/A
4	2018-08-29	增持	48.50	N/A
5	2018-10-23	增持	39.79	N/A
6	2019-02-28	增持	40.16	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH