康柏西普销售快速放量，中成药增长乏力暂时拖累业绩

2019.04.29

	唐爱金(分析师)	冯俊曦（研究助理）
电话：	020-88836115	020-88836115
邮箱：	tangaij@gzgzhs.com.cn	Fengjx@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310516100001	

事件：

2019 年 4 月 29 日，公司发布 2018 年业绩报告：2018 年公司实现营收 29.17 亿元，同比增长 4.70%；实现归母净利润 6.95 亿元，同比增长 7.88%；实现扣非后归母净利润 6.29 亿元，同比增长 0.35%。

点评：

- **康柏西普销售快速放量，但业绩增速受中成药和化药增长乏力所拖累：**

2018 年公司实现营收 29.17 亿元，同比增长 4.70%。从营收结构分析，中成药、化药、生物制品、医疗器械、其他业务的营收占比分别为 29.59%、40.11%、30.24%、0.03%、0.03%，中成药、化药和生物药是公司的三大主业。从各板块增速分析，中成药、化药、生物制药分别同比增长-20.40%、8.20%、42.79%，中成药和化药增速一般，生物制药康柏西普销售快速放量。2018 年公司实现归母净利润 6.95 亿元，同比增长 7.88%，我们认为：中成药和化药增长乏力是拖累业绩增长的主因。

- **2018 年整体毛利率 92.17%，生物药规模效益提升，毛利率同比上升 1.83 pct.：**

公司整体毛利率约 92.17%，同比上升 1.83 pct.。其中，化药、中成药、生物药毛利率分别为 95.07%、85.79%、94.70%，分别同比提升 0.22 pct、-0.87 pct、5.72 pct，化药和中成药毛利维持稳定，生物药（康柏西普）受益于规模效益提升，毛利率进一步提升。

- **2018 年期间费用率为 66.70%，同比提升 3.86 pct.：**

2018 年公司期间费用率为 66.70%，同比上升了 3.86 pct.。其中，销售费用率约 47.15%，同比上升了 1.32 pct.；管理费用率为 21.13%，同比提升 3.03 pct.；财务费用率为-1.58%，同比下降 0.95 pct.。

- **研发持续高投入，康柏西普进入美国三期临床：**

2018 年公司研发费用 2.30 亿元，研发费用率为 7.90%，目前在研项目合计 57 个。其中，原创国家 1 类新药康柏西普眼用注射液于 2018 年 5 月正式启动在欧美开展的国际多中心Ⅲ期临床研究。康柏西普眼用注射液第三个适应症糖尿病黄斑水肿(DME)已经完成临床试验，上市申请正在审评。视网膜静脉阻塞(RVO)目前处于临床Ⅲ期阶段。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 已进入临床Ⅱ期。拥有国际专利的治疗性肿瘤疫苗 1 类生物新药 KH901 也处于临床Ⅱ期

- **盈利预测与估值：**

根据公司现有业务情况，我们测算公司 19-21 年 EPS 分别为 1.34 亿元、1.72 亿元、2.24 亿元，对应 42、33、25 倍 PE，维持“谨慎推荐”评级。

- **风险提示：研发低于预期；康柏西普放量低于预期；中成药改善不达预期**

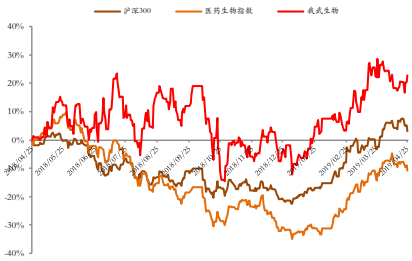
主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2917.45	3446.68	4100.05	4910.55
同比(%)	4.70%	18.14%	18.96%	19.77%
归属母公司净利润	694.94	904.97	1160.29	1509.87
同比(%)	7.88%	30.22%	28.21%	30.13%
每股收益(元)	1.03	1.34	1.72	2.24
P/E	54.35	41.74	32.55	25.02
P/B	9.24	8.12	6.84	5.60
EV/EBITDA	3.82	31.44	23.93	17.86

谨慎推荐（维持）

现价：	55.50
目标价：	63.27
股价空间：	**14%**

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	0.15	20.97	26.77
医药生物	1.64	29.21	21.82
沪深 300	5.32	24.79	23.82

基本资料

总市值（亿元）	135
总股本（亿股）	2.91
流通股比例	87.29%
资产负债率	4.07%

相关报告

广证恒生-康弘药业（002773）：康柏西普医保放量+美国 III 期，新征途起点-2018-01-24

广证恒生-医药海外研究-行业深度-日本医药行业发展趋势精研与投资借鉴：在降价中磨砺成长的大市值龙头-20181225

附录：公司财务预测表 单位： 百万元

资产负债表				单位:百万元
会计年度	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
流动资产	3412.83	4101.78	4853.99	6121.61
现金	2493.13	3402.25	3887.49	5114.60
应收账款	258.77	256.03	334.11	382.46
其它应收款	8.95	6.46	10.13	10.67
预付账款	26.64	20.44	26.96	27.93
存货	254.07	213.48	267.35	283.78
其他	371.26	203.13	327.95	302.17
非流动资产	1782.05	1671.96	1876.43	1952.59
长期投资	9.50	4.75	7.12	5.94
固定资产	441.83	677.93	823.99	933.78
无形资产	274.83	301.07	341.18	392.30
其他	1055.89	688.21	704.13	620.57
资产总计	5194.88	5773.74	6730.42	8074.21
流动负债	619.97	642.68	724.73	851.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	0.00	57.12	31.58	53.41
其他	619.97	585.55	693.15	798.14
非流动负债	490.96	482.04	486.00	482.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	490.96	482.04	486.00	482.73
负债合计	1110.93	1124.71	1210.73	1334.27
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	673.54	673.54	673.54	673.54
资本公积	621.18	419.12	318.09	217.06
留存收益	2839.99	3556.37	4528.06	5849.34
归属母公司股东权益	4086.14	4649.02	5519.69	6739.94
负债和股东权益	5194.88	5773.74	6730.42	8074.21

现金流量表				单位:百万元
会计年度	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
经营活动现金流	349.56	1188.52	1002.88	1641.52
净利润	694.94	904.97	1160.29	1509.87
折旧摊销	80.85	96.26	131.37	161.88
财务费用	-46.04	-55.15	-73.80	-98.21
投资损失	-28.38	-24.66	-27.69	-26.91
营运资金变动	-374.35	236.19	-172.43	88.76
其它	22.53	30.90	-14.86	6.14
投资活动现金流	-755.64	7.47	-301.78	-223.02
资本支出	-458.45	-139.28	-179.99	-218.29
长期投资	222.00	4.75	-2.37	1.19
其他	-519.19	142.00	-119.42	-5.92
筹资活动现金流	-205.33	-286.87	-215.86	-191.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股本增加	-0.67	0.00	0.00	0.00
资本公积金增加	-24.84	-202.06	-101.03	-101.03
其他	-179.82	-84.81	-114.83	-90.36
现金净增加额	-611.41	909.12	485.24	1227.11

利润表				单位:百万元
会计年度	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
营业收入	2917.45	3446.68	4100.05	4910.55
营业成本	228.51	242.92	268.59	302.82
营业税金及附加	43.99	57.68	66.92	78.79
营业费用	1375.62	1585.47	1845.02	2160.64
管理费用	386.02	585.94	656.01	736.58
财务费用	-46.04	-55.15	-73.80	-98.21
资产减值损失	4.70	4.62	6.73	7.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	28.38	24.66	27.69	26.91
营业利润	796.20	1049.86	1358.27	1749.31
营业外收入	34.10	29.88	28.06	30.68
营业外支出	30.84	33.28	36.27	33.46
利润总额	799.46	1046.46	1350.07	1746.53
所得税	104.51	141.49	189.78	236.66
净利润	694.94	904.97	1160.29	1509.87
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	694.94	904.97	1160.29	1509.87
EBITDA	842.91	1098.51	1426.76	1840.89
EPS（摊薄）	1.03	1.34	1.72	2.24
主要财务比率				
会计年度	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
成长能力				
营业收入增长率	4.70%	18.14%	18.96%	19.77%
营业利润增长率	1.10%	31.86%	29.38%	28.79%
归属于母公司净利润增长率	7.88%	30.22%	28.21%	30.13%
获利能力				
毛利率	92.17%	92.95%	93.45%	93.83%
净利率	23.82%	26.26%	28.30%	30.75%
ROE	18.22%	20.73%	22.82%	24.63%
ROIC	14.96%	17.98%	19.27%	20.87%
偿债能力				
资产负债率	21.39%	19.48%	17.99%	16.53%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	550.48%	638.23%	669.76%	718.88%
速动比率	509.50%	605.01%	632.87%	685.56%
营运能力				
总资产周转率	59.66%	62.85%	65.58%	66.34%
应收账款周转率	1371.02%	1339.04%	1389.52%	1370.56%
应付账款周转率	360.84%	850.50%	605.59%	712.62%
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	103.18%	134.36%	172.27%	224.17%
每股经营现金流(最新摊薄	51.90%	176.46%	148.90%	243.72%
每股净资产(最新摊薄)	606.67%	690.24%	819.51%	1000.68%
估值比率				
P/E	54.35	41.74	32.55	25.02
P/B	9.24	8.12	6.84	5.60
EV/EBITDA	3.82	31.44	23.93	17.86

数据来源：港澳资讯、Wind、广证恒生

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

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中　　性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回　　避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

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。