



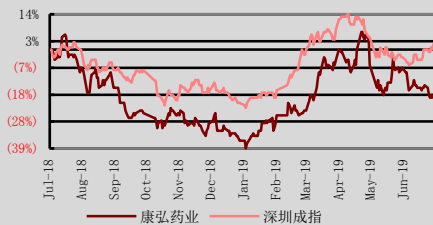
002773.SZ

买入

市场价格：人民币 33.58

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	30.0	(10.7)	(17.5)	(15.6)
相对深证成指	(3.3)	(17.5)	(10.3)	(17.2)

发行股数(百万)	876
流通股(%)	71
总市值(人民币 百万)	29,403
3个月日均交易额(人民币 百万)	100
净负债比率(%) (2019E)	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：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

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
075582560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚
weiya.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

康弘药业

朗沐销售额快速增长，传统业务有望止跌企稳

公司的核心品种朗沐销售额保持快速增长，盈利能力明显提升，糖尿病黄斑水肿新适应症获批，新适应症获批有助于进一步打开市场空间。公司传统中药化药今年有望止跌企稳，自Q2季度开始恢复性增长。公司是国内生物药创新的标杆企业，朗沐对应的眼底新生血管疾病市场空间巨大，销售潜力过百亿，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 朗沐保持快速增长，盈利能力明显提升。2018年朗沐实现销售收入8.82亿元，同比增长42.79%，占整体收入比例从上年同期22.17%提升至30.24%，成为公司收入第二大业务，毛利率94.7%，较上年同期提升5.72pct，康弘生物贡献净利润2.05亿元，较上年同期增长130.34%，净利率23.24%，较上年同期提升8.84pct。朗沐自2017年Q4正式执行医保谈判价格后，销售规模逐步提升，盈利能力明显提升。
- 根据PDB样本医院数据，康柏西普2018年样本医院销售收入30553.39万元，同比增长34.65%，竞争对手雷珠单抗2018年样本医院销售收入32045.38万元，同比减少0.53%，康柏西普样本医院市场份额提升至48.8%，终端市场销售保持快速增长。另一竞品阿柏西普因去年下半年开始在国内市场销售，根据草根调研结果，因医保等限制，覆盖医院数量有限。康柏西普新增适应症糖尿病黄斑水肿(DME)已经获批。由于康柏西普医保谈判价格有效期至2019年年底，新增适应症DME有望纳入新一轮的医保谈判，DME患病人数数量是四个适应症中最大(保守估算将近400万人群)，新适应症纳入医保将助力康柏西普继续保持快速增长。
- 传统业务预计Q2起止跌企稳，开始恢复性增长。康柏西普的传统业务中药、化药因去年的销售调整，尤其是中药收入大幅下滑拖累业绩。经过持续5个季度的调整，预计今年将止跌企稳，实现恢复性增长，考虑到去年一季度传统业务销售收入基数较高，预计恢复性增长将从二季度逐渐体现。此外，公司研发相关，康柏西普海外三期积极推进，目前处于患者入组阶段；在研品种治疗结直肠癌的KH903处于临床二期、治疗眼表新生血管KH906处于临床一期阶段。

估值

- 我们预计2019年-2021年实现净利润分别为8.27亿元、9.77亿元、12.12亿元，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 传统业务恢复增长不达预期；核心品种康柏西普再次医保谈判大幅降价；销售不达预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,786	2,917	3,576	4,433	5,491
变动(%)	10	5	23	24	24
净利润(人民币 百万)	644	695	827	977	1,212
全面摊薄每股收益(人民币)	0.955	1.032	1.228	1.450	1.799
变动(%)	29.8	8.0	19.0	18.1	24.1
全面摊薄市盈率(倍)	35.1	32.5	27.3	23.2	18.7
价格/每股现金流量(倍)	29.5	64.5	11.8	77.5	14.1
每股现金流量(人民币)	1.14	0.52	2.84	0.43	2.39
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.2	37.2	25.2	21.6	16.8
每股股息(人民币)	0.280	0.280	0.314	0.397	0.480
股息率(%)	0.8	0.8	0.9	1.2	1.4

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,786	2,917	3,576	4,433	5,491
销售成本	(317)	(272)	(306)	(369)	(441)
经营费用	(1,722)	(1,922)	(2,274)	(2,907)	(3,651)
息税折旧前利润	748	723	996	1,157	1,399
折旧及摊销	(65)	(74)	(126)	(112)	(87)
经营利润 (息税前利润)	683	649	871	1,045	1,312
净利息收入/(费用)	30	46	30	30	30
其他收益/(损失)	6	32	50	48	51
税前利润	719	726	951	1,123	1,393
所得税	(119)	(105)	(124)	(146)	(181)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	644	695	827	977	1,212
核心净利润	596	622	830	979	1,214
每股收益 (人民币)	0.955	1.032	1.228	1.450	1.799
核心每股收益 (人民币)	0.883	0.924	1.232	1.454	1.803
每股股息 (人民币)	0.280	0.000	0.314	0.397	0.480
收入增长(%)	10	5	23	24	24
息税前利润增长(%)	32	(5)	34	20	26
息税折旧前利润增长(%)	29	(3)	38	16	21
每股收益增长(%)	30	8	19	18	24
核心每股收益增长(%)	18	5	33	18	24

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	719	726	951	1,123	1,393
折旧与摊销	65	74	126	112	87
净利息费用	(30)	(46)	(30)	(30)	(30)
运营资本变动	14	(295)	705	(654)	470
税金	(74)	(31)	(124)	(146)	(181)
其他经营现金流	74	(77)	285	(113)	(129)
经营活动产生的现金流	767	351	1,914	292	1,609
购买固定资产净值	157	215	19	(35)	(163)
投资减少/增加	30	(196)	30	30	30
其他投资现金流	(111)	(774)	(37)	69	325
投资活动产生的现金流	76	(756)	11	65	193
净增权益	(189)	0	(212)	(267)	(324)
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	66	(232)	28	(73)	(191)
融资活动产生的现金流	(123)	(205)	(71)	(237)	(294)
现金变动	720	(610)	1,854	119	1,508
期初现金	2,386	3,102	2,493	4,347	4,466
公司自由现金流	843	(405)	1,925	356	1,802
权益自由现金流	812	(451)	1,955	326	1,772

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3,103	2,717	4,509	4,595	6,146
应收帐款	173	415	313	466	541
库存	174	254	218	349	322
其他流动资产	14	27	3	34	16
流动资产总计	3,464	3,413	5,043	5,444	7,025
固定资产	665	0	(265)	(577)	(977)
无形资产	378	593	750	915	1,066
其他长期资产	72	970	395	492	631
长期资产总计	1,115	1,563	880	831	720
总资产	4,586	5,195	6,133	6,480	7,946
应付帐款	127	0	148	42	169
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	453	620	770	465	920
流动负债总计	579	620	968	557	1,138
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	463	491	405	453	450
股本	674	674	674	674	674
储备	2,979	3,461	4,076	4,786	5,674
股东权益	2,905	3,544	4,750	5,459	6,347
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,586	5,195	6,133	6,480	7,946
每股帐面价值 (人民币)	4.31	5.26	7.05	8.11	9.42
每股有形资产 (人民币)	3.75	4.38	5.94	6.75	7.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.60)	(3.70)	(6.36)	(6.54)	(8.78)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.8	24.8	27.9	26.1	25.5
息税前利润率(%)	24.5	22.2	24.3	23.6	23.9
税前利润率(%)	25.8	24.9	26.6	25.3	25.4
净利率(%)	23.1	23.8	23.1	22.0	22.1
流动性					
流动比率(倍)	6.0	5.5	5.2	9.8	6.2
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)	5.7	5.1	5.0	9.1	5.9
估值					
市盈率(倍)	35.1	32.5	27.3	23.2	18.7
核心业务市盈率(倍)	38.0	36.3	27.3	23.1	18.6
市净率(倍)	7.8	6.4	4.8	4.1	3.6
价格/现金流(倍)	29.5	64.5	11.8	77.5	14.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.2	37.2	25.2	21.6	16.8
周转率					
存货周转天数	184.8	286.6	281.8	280.2	277.8
应收帐款周转天数	16.3	36.8	37.2	32.0	33.5
应付帐款周转天数	13.1	7.9	7.5	7.8	7.0
回报率					
股息支付率(%)	29.3	0.0	25.6	27.4	26.7
净资产收益率(%)	21.5	21.6	19.9	19.1	20.5
资产收益率(%)	13.7	11.4	13.4	14.4	15.8
已运用资本收益率(%)	5.4	5.4	4.9	4.7	5.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测