

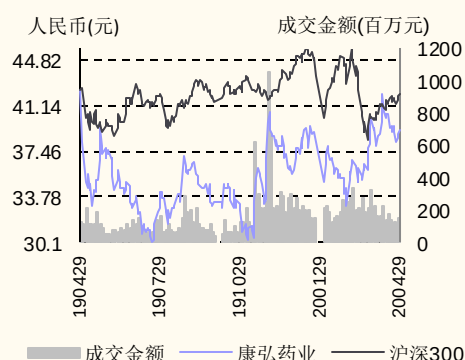
康弘药业 (002773.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 39.18 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	8.76
已上市流通 A 股(亿股)	6.21
总市值(亿元)	343.06
年内股价最高最低(元)	42.05/37.86
沪深 300 指数	3867
中小板综	9807



相关报告

- 1.《收入持续加速, 研发销售投入致利润增速放缓-康弘药业 2019 年...》, 2020.3.1
- 2.《业绩符合预期, 中化药企稳业绩环比增长-康弘药业 2019Q3 点...》, 2019.10.31
- 3.《公司整体业绩符合预期, 中化药业务企稳增长-康弘药业 2019 中...》, 2019.8.26
- 4.《朗沐放量美国临床值得期待, 中化药略有承压-康弘药业 2018 年...》, 2019.4.30

疫情背景下业绩符合预期, 后期有望恢复增长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.032	0.820	0.972	1.211	1.474
每股净资产(元)	6.06	5.29	6.47	7.48	8.96
每股经营性现金流(元)	0.52	0.93	0.84	1.38	1.66
市盈率(倍)	37.97	47.77	40.32	32.36	26.58
净利润增长率(%)	7.88%	3.35%	18.47%	24.61%	21.72%
净资产收益率(%)	17.02%	15.54%	15.04%	16.23%	16.50%
总股本(百万股)	673.54	875.60	875.60	875.60	875.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 昨日, 公司发布 2019 年报及 20Q1 季报, 年报收入 32.57 亿元、归母净利润 7.2 亿元, 增速分别为 11.65%、3.35%。20Q1 收入 6.33 亿元、归母净利润 1.77 亿元, 增速分别为-11.76%、-16.3%。疫情背景下 Q1 业绩符合预期, 疫情后业绩有望恢复增长。

经营分析

- 疫情背景下 Q1 业绩基本符合预期, 疫情后有望恢复增长: 公司年报业绩符合预期, 中药、化药、生物药分别增速约 3.3%、3.2%、31%, 中化药企稳, 生物药朗沐快速放量。根据样本医院数据, 今年 1-2 月份康柏西普整体略有下降, 中化药压力较大, 预计跟新冠肺炎疫情影响有关, 疫情后有望恢复增长。另, 康柏西普去年 11 月份医保谈判成功, 新纳入 DME 与 CNV 两大适应症, 扩大潜在患者适用人群, 期待谈判后公司康柏西普继续放量。目前, 眼底领域进入医保的 VEGFR 大分子为康柏西普、雷珠单抗、及阿柏西普, 预计公司未来将进一步加大投入, 布局朗沐销售渠道及学术推广。
- 中化药业务年报逐步企稳, Q1 预计受疫情影响严重: 公司中化药 2019 年企稳, 中成药收入约 8.9 亿元, 同比增 3.3%; 化药收入约 12.1 亿元, 同比增 3.2%, 之前公司销售改革中化药业务均有较大幅度下滑, 预计销售改革趋于完毕。中化药业务毛利率略有下降, 中成药毛利率 85.1%, 同比降 0.66%; 化药毛利率约 94.1%, 同比降 1%, 预计未来企稳。其次, 由于新冠疫情影响, 20Q1 中化药业务有所承压, 预计在疫情后有望逐步恢复。
- 研发继续加大投入, 国内外临床稳步推进, 进展顺利: 2019 研发费用约 2.87 亿元, 占收入比例 8.8%, 同比增 24.6%, 预计与公司国内外临床进展等因素有关。公司在研管线品种稳步推进: 预计实体瘤新药 KH903、治疗性肿瘤疫苗 KH901、以及治疗阿尔兹海默症新药 KH110 均处于临床 II 期阶段, KH906 滴眼液预计已完成 I 期临床。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; 文拉法辛缓释预计首家申报, 预计已备案完毕; 右佐匹克隆预计完成 BE 并备案完毕。最后, 公司朗沐在国际多中心三期临床进展顺利, 有望明年获得第一阶段结果。

盈利预测及投资建议

- 我们预计 2020-2022 EPS 分别为 0.97/1.21/1.47 元, 对应 PE 分别为 40.3/32.4/26.6 倍。(受疫情影响, 2020 年 EPS 下调约 6.5%)

风险提示

- 朗沐医保放量和海外临床不确定; 朗沐医保谈判价格不确定; 研发进展低于预期; 非经常业务影响公司业绩不确定; 可转债对财务影响存在不确定性。

王麟

分析师 SAC 执业编号: S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,786	2,917	3,257	3,782	4,351	5,019
增长率		4.7%	11.7%	16.1%	15.0%	15.4%
主营业务成本	-269	-229	-264	-321	-348	-376
%销售收入	9.7%	7.8%	8.1%	8.5%	8.0%	7.5%
毛利	2,517	2,689	2,994	3,461	4,003	4,642
%销售收入	90.3%	92.2%	91.9%	91.5%	92.0%	92.5%
营业税金及附加	-48	-44	-41	-38	-22	0
%销售收入	1.7%	1.5%	1.3%	1.0%	0.5%	0.0%
销售费用	-1,277	-1,376	-1,568	-1,797	-2,001	-2,258
%销售收入	45.8%	47.2%	48.1%	47.5%	46.0%	45.0%
管理费用	-504	-386	-403	-422	-461	-527
%销售收入	18.1%	13.2%	12.4%	11.2%	10.6%	10.5%
研发费用	0	-230	-287	-340	-392	-452
%销售收入	0.0%	7.9%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	688	653	695	864	1,127	1,405
%销售收入	24.7%	22.4%	21.3%	22.9%	25.9%	28.0%
财务费用	30	46	31	38	36	56
%销售收入	-1.1%	-1.6%	-0.9%	-1.0%	-0.8%	-1.1%
资产减值损失	-5	-5	-1	-3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	30	28	23	20	20	20
%税前利润	3.9%	3.5%	2.8%	2.0%	1.6%	1.3%
营业利润	788	796	821	989	1,233	1,501
营业利润率	28.3%	27.3%	25.2%	26.2%	28.3%	29.9%
营业外收支	-24	3	14	0	0	0
税前利润	763	799	835	989	1,233	1,501
利润率	27.4%	27.4%	25.6%	26.2%	28.3%	29.9%
所得税	-119	-105	-117	-139	-173	-210
所得税率	15.6%	13.1%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	644	695	718	851	1,060	1,290
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	644	695	718	851	1,060	1,290
净利率	23.1%	23.8%	22.0%	22.5%	24.4%	25.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	644	695	718	851	1,060	1,290
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	79	86	97	96	105	116
非经营收益	25	-49	-40	81	44	44
营运资金变动	19	-380	36	-292	-5	-5
经营活动现金净流	767	351	811	736	1,204	1,446
资本开支	-313	-458	-963	-113	-252	-252
投资	260	-337	156	0	0	0
其他	129	40	13	20	20	20
投资活动现金净流	76	-756	-794	-93	-232	-232
股权募资	0	0	0	184	-183	0
债权募资	0	0	0	1,418	0	0
其他	-127	-204	-228	-32	-64	-64
筹资活动现金净流	-127	-204	-228	1,570	-247	-64
现金净流量	715	-608	-211	2,214	725	1,150

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,102	2,493	2,284	4,497	5,222	6,372
应收款项	173	424	437	505	581	670
存货	174	254	263	288	312	337
其他流动资产	16	241	41	52	55	58
流动资产	3,464	3,413	3,025	5,342	6,170	7,436
%总资产	75.5%	65.7%	51.9%	66.0%	68.0%	71.0%
长期投资	0	9	9	9	9	9
固定资产	665	840	1,273	1,395	1,506	1,608
%总资产	14.5%	16.2%	21.8%	17.2%	16.6%	15.4%
无形资产	386	812	1,311	1,349	1,385	1,419
非流动资产	1,122	1,782	2,802	2,752	2,900	3,036
%总资产	24.5%	34.3%	48.1%	34.0%	32.0%	29.0%
资产总计	4,586	5,195	5,827	8,095	9,069	10,472
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	363	375	396	339	373	412
其他流动负债	216	245	351	210	254	303
流动负债	579	620	747	549	626	715
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	463	491	459	1,890	1,910	1,934
负债	1,043	1,111	1,206	2,439	2,537	2,649
普通股股东权益	3,543	4,084	4,621	5,655	6,533	7,823
其中：股本	674	674	874	874	874	874
未分配利润	2,049	2,527	3,037	3,888	4,948	6,239
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,586	5,195	5,827	8,095	9,069	10,472

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.954	1.032	0.820	0.972	1.211	1.474
每股净资产	5.256	6.063	5.289	6.474	7.478	8.956
每股经营现金净流	1.137	0.521	0.928	0.842	1.378	1.655
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	18.18%	17.02%	15.54%	15.04%	16.23%	16.50%
总资产收益率	14.05%	13.38%	12.33%	10.51%	11.69%	12.32%
投入资本收益率	16.40%	13.89%	12.92%	10.48%	12.16%	13.05%
增长率						
主营业务收入增长率	9.70%	4.70%	11.65%	16.11%	15.03%	15.35%
EBIT增长率	32.80%	-5.12%	6.37%	24.44%	30.38%	24.70%
净利润增长率	29.68%	7.88%	3.35%	18.47%	24.61%	21.72%
总资产增长率	22.03%	13.27%	12.17%	38.92%	12.04%	15.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.2	26.6	36.5	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	217.6	341.8	357.7	330.0	330.0	330.0
应付账款周转天数	135.7	182.4	236.6	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	57.2	55.3	82.1	72.8	64.3	55.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-87.53%	-61.05%	-49.43%	-54.21%	-58.02%	-63.15%
EBIT利息保障倍数	-22.7	-14.2	-22.6	-22.8	-31.1	-25.3
资产负债率	22.74%	21.39%	20.70%	30.13%	27.97%	25.29%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	11
增持	0	0	0	2	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.67	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	2018-08-29	增持	48.50	N/A
2	2018-10-23	增持	39.79	N/A
3	2019-02-28	增持	40.16	N/A
4	2019-04-30	增持	55.50	N/A
5	2019-08-26	增持	35.10	N/A
6	2019-10-31	增持	31.40	N/A
7	2020-03-01	增持	33.10	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