

全年业绩略低预期，康柏西普放量显著

——康弘药业（002773）2019 年报点评

增持（维持）

日期：2020 年 04 月 29 日

报告关键要素：

4 月 29 日，公司公布了 2019 年报和 2020 年一季报，其中 2019 全年公司实现营收 32.57 亿，同比增长 11.65%；实现归母净利、扣非净利分别为 7.18 亿、6.42 亿，分别同比增长 3.35%、2.06%；实现经营活动现金流净额 8.12 亿，同比增长 131.46%。同时公司公布了 2020 年一季报：Q1 实现营收 6.33 亿，同比下滑 11.76%；实现归母净利、扣非净利分别为 1.77 亿、1.51 亿，分别同比下滑 16.3%、23.7%。

投资要点：

● Q4 业绩增速有所下滑，生物创新药业务占比提升

2019 年 Q4，公司归母净利及扣非增速分别同比下滑 11.5%、21.5%，主要是当期确认管理费用及研发费用较多，在一定程度上影响了当期盈利，整体看公司全年业绩增长较为平稳。分业务板块看：传统中成药和化学药业务营收分别增长 3.3%、3.2%，营收增速较为平稳，近几年受公司营销改革及行业自身因素影响，公司传统业务板块增速较缓，后续随着营销改革进入尾声及渠道逐步完善成熟，预计公司中成药及化药业务仍将保持一定增速，贡献稳定现金流。生物制品业务增速较快，全年营收增长 31%，占公司收入比重由 18 年的 30.2%提升至 19 年的 35.5%，后续仍坚定看好康柏西普在医保支付支持下的快速放量及对公司整体业绩的拉动作用。

● 康柏西普医保续约成功，看好国内市场放量及未来海外市场

作为公司生物制剂重磅产品，康柏西普自上市以来一直保持较快市场增速，同时 2019 年产品净利率达到 31.5%，较 2018 年大幅提升 8.3%，规模效应下产品盈利能力显著提升。19 年底，康柏西普医保准入续约成功，同时将 CNV 与 DME 两个适应症纳入报销范围，我们认为，国内相关眼底用药市场空间潜力巨大，目前主流市场品种竞争格局相对良好（海外 2+ 国产 1），未来一段时期内仍积极看好康柏西普在适应症拓展+医保支付支持下的市场快速放量。与此同时，视网膜静脉阻塞（RVO）适应症处于国内临床 III 期阶段，AMD 适应症正在进行国际多中心临床 III 期，有望于 2022 年后正式进入海外市场，国内市场快速放量&抢占海外市场份额双重逻辑下，未来康柏西普有望成为年销售额超 50 亿元重磅品种。

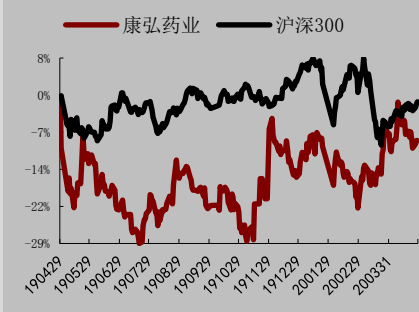
	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	32.57	33.91	41.81	52.30
增长比率(%)	11.7	4.1	23.3	25.1
净利润(亿元)	7.18	8.58	10.27	12.75
增长比率(%)	3.3	19.4	19.8	24.1
每股收益(元)	0.82	0.98	1.17	1.46
市盈率(倍)	47.77	40.0	33.39	26.90

数据来源：万联证券

基础数据

行业	医药生物
公司网址	
大股东/持股	成都康弘科技实业 (集团)有限公司 /33.28%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	875.60
流通A股(百万股)	621.19
收盘价(元)	38.80
总市值(亿元)	339.73
流通A股市值(亿元)	241.02

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020 年 04 月 29 日

相关研究

万联证券研究所 20180904_公司点评报告
_AAA_康弘药业（002773）2018 半年报点评
万联证券研究所 20180522_公司点评报告
_AAA_康弘药业（002773）点评报告
万联证券研究所 20180502_公司点评报告
_AAA_康弘药业（002773）点评报告

分析师：姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

研究助理：王政眸

电话：15202993361

邮箱：wangzm@wlzq.com.cn

● 研发投入力度持续加大，研发管线品种丰富

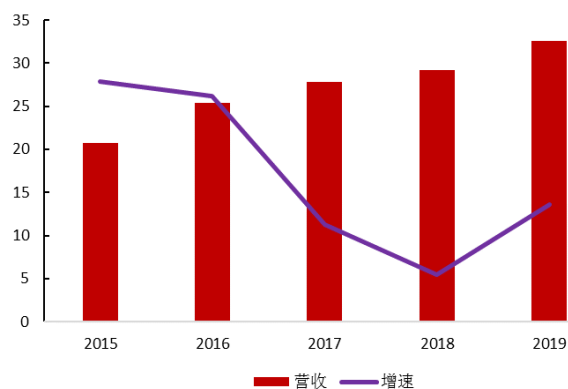
公司以临床需求为导向，持续在眼科、脑科、肿瘤等领域加大投入：2019 年公司研发费用 2.7 亿，同比增长 25%；全年实际研发总投入 7.9 亿，占公司营收比重的 24%。除康柏西普相关适应症在研外，治疗外伤、化学烧伤、角膜移植术后诱发的新生血管的 KH906 滴眼液目前正进行 I 期临床、抗肿瘤用药 KH903 已进入临床 II 期、治疗性肿瘤疫苗 KH901 也处于临床 II 期。此外，治疗阿尔茨海默症的新药 KH110（五加益智颗粒）已进入临床 II 期、依匹哌唑口崩片正式获批临床；研发管线储备品种的丰富也为公司中长期发展打开成长和估值空间。

● 盈利预测与投资建议：

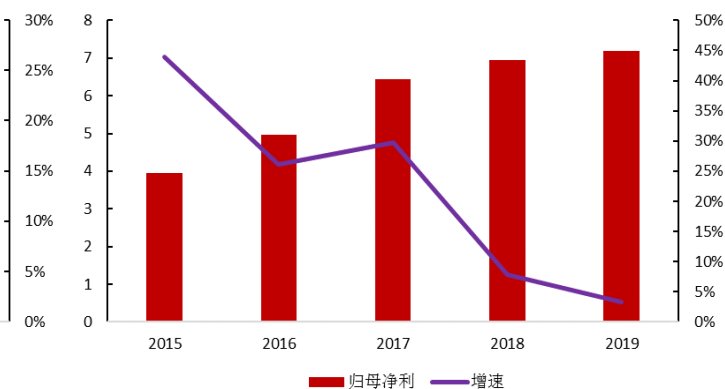
预计 2020 年-2022 年公司分别实现归母净利 8.58 亿、10.27 亿、12.75 亿，对应 EPS 分别为 0.98 元、1.17 元、1.46 元；对应当前股价的 PE 分别为 40 倍、33 倍、27 倍；继续推荐，维持“增持”评级。

- **风险因素：**公司全年经营受疫情影响持续较长的风险、康柏西普市场销售表现不及预期的风险、在研品种研发失败的风险

图表 1: 2015-2019 年公司营收 (亿) 及增速



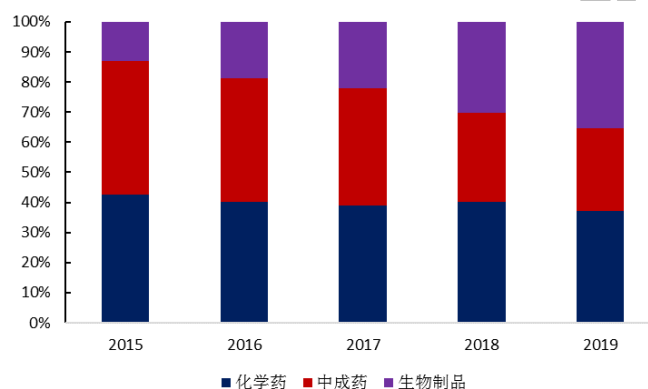
图表 2: 2015-2019 年公司归母净利润 (亿) 及增速



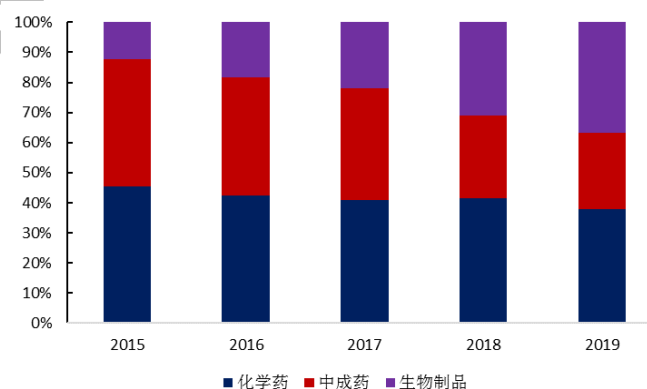
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

图表 3: 2015-2019 年公司主营收入结构



图表 4: 2015-2019 年公司业务毛利结构



资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2020E	2022E
流动资产	3,025	4,385	5,386	6,670	营业收入	3,257	3,391	4,181	5,230
货币资金	2,284	3,736	4,560	5,650	营业成本	264	261	305	357
应收票据及应收账款	434	347	470	607	营业税金及附加	41	43	53	67
其他应收款	3	5	8	7	销售费用	1,568	1,560	1,944	2,458
预付账款	30	24	33	38	管理费用	403	373	481	601
存货	263	260	304	356	研发费用	287	299	368	461
其他流动资产	11	11	11	11	财务费用	-31	0	0	0
非流动资产	2,802	2,223	2,362	2,500	资产减值损失	-1	40	40	40
长期股权投资	9	59	59	59	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	733	713	693	673	投资净收益	23	24	30	37
在建工程	540	706	865	1,023	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	319	319	319	319	营业利润	821	997	1,195	1,483
其他长期资产	1,201	427	427	427	营业外收入	45	0	0	0
资产总计	5,827	6,608	7,747	9,170	营业外支出	31	0	0	0
流动负债	747	668	780	928	利润总额	835	997	1,195	1,483
短期借款	0	0	0	0	所得税	117	140	167	208
应付票据及应付账款	240	159	200	259	净利润	718	858	1,027	1,275
预收账款	18	19	23	29	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	489	490	557	640	归属母公司净利润	718	858	1,027	1,275
非流动负债	459	459	459	459	EBITDA	790	866	1,039	1,296
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.82	0.98	1.17	1.46
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	459	459	459	459					
负债合计	1,206	1,127	1,240	1,387	主要财务比率				
股本	874	876	876	876	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	377	377	377	377	成长能力				
留存收益	3,370	4,228	5,255	6,531	营业收入	11.7%	4.1%	23.3%	25.1%
归属母公司股东权益	4,621	5,480	6,508	7,783	营业利润	3.1%	21.5%	19.8%	24.1%
少数股东权益	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3.3%	19.4%	19.8%	24.1%
负债和股东权益	5,827	6,608	7,747	9,170	获利能力				
					毛利率	91.9%	92.3%	92.7%	93.2%
					净利率	22.0%	25.3%	24.6%	24.4%
					ROE	15.5%	15.7%	15.8%	16.4%
					ROIC	12.9%	13.4%	13.6%	14.2%
					偿债能力				
					资产负债率	20.7%	17.1%	16.0%	15.1%
					净负债比率	-49.4%	-68.2%	-70.1%	-72.6%
					流动比率	4.05	6.56	6.90	7.19
					速动比率	3.66	6.14	6.47	6.77
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.51	0.54	0.57
					应收账款周转率	8.29	11.14	10.03	9.67
					存货周转率	1.00	1.00	1.00	1.00
					每股指标（元）				
					每股收益	0.82	0.98	1.17	1.46
					每股经营现金流	0.93	0.93	1.03	1.33
					每股净资产	5.28	6.26	7.43	8.89
					估值比率				
					P/E	47.77	40.00	33.39	26.90
					P/B	7.42	6.26	5.27	4.41
					EV/EBITDA	37.98	35.31	28.62	22.11
现金流量表					单位：百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	812	818	902	1,162					
净利润	718	858	1,027	1,275					
折旧摊销	96	10	10	10					
营运资金变动	36	14	-65	-46					
其它	-37	-64	-70	-77					
投资活动现金流	-794	633	-79	-71					
资本支出	-963	609	-159	-158					
投资变动	156	0	50	50					
其他	13	24	30	37					
筹资活动现金流	-230	2	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
债券融资	0	0	0	0					
股权融资	0	2	0	0					
其他	-230	0	0	0					
现金净增加额	-209	1,452	823	1,091					
期初现金余额	2,493	2,284	3,736	4,560					
期末现金余额	2,284	3,736	4,560	5,650					

资料来源: wind、万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场