

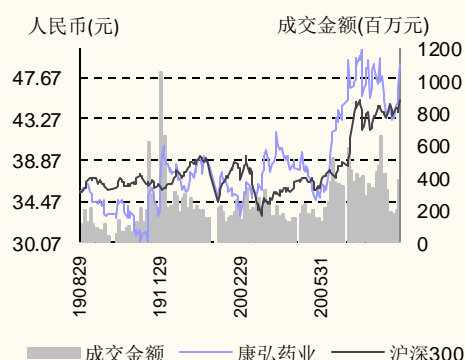
## 康弘药业 (002773.SZ) 增持 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 49.19 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	8.76
已上市流通 A 股(亿股)	6.20
总市值(亿元)	430.71
年内股价最高最低(元)	49.84/43.13
沪深 300 指数	4844
中小板综	13021



## 相关报告

- 1.《疫情背景下业绩符合预期,后期有望恢复增长-康弘药业 2019+...》, 2020.4.29
- 2.《收入持续加速,研发销售投入致利润增速放缓-康弘药业 2019 业...》, 2020.3.1
- 3.《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

## 业绩符合预期,疫情背景下朗沐持续放量

## 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	0.919	1.145	1.456
每股净资产(元)	6.06	5.29	6.43	7.37	8.83
每股经营性现金流(元)	0.52	0.93	0.88	1.27	1.60
市盈率(倍)	45.04	56.65	50.57	40.59	31.91
净利润增长率(%)	7.88%	3.35%	12.03%	24.59%	27.21%
净资产收益率(%)	17.02%	15.54%	14.32%	15.57%	16.53%
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

- 近日,公司发布 2020H1 报告,疫情背景下整体业绩同比下降,疫情后有望恢复。2020H1 收入约 13.93 亿元,同比下降约 8.26%;扣非归母净利润约 2.93 亿元,同比下降约 7.22%。其中 2020Q2 收入约 7.61 亿元,同比下降 5.13%;扣非归母净利润约 1.42 亿元,同比增长 20.35%。

## 经营分析

- **新冠疫情背景下,核心品种康柏西普持续放量:** 2020H1 中成药、化药、生物药收入增速分别约为 -5.37%、4.93%、-24.51%,毛利增速分别为 1.42%、-2.62%、-2.42%。根据样本医院数据,疫情影响下 2020H1 康柏西普销量同比增长 1.8%,其中 2020Q2 比 2020Q1 增长 85.4%。预计生物药收入增速下降主要原因为 2020Q2 康柏西普降价。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,疫情后预期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,布局康柏西普销售渠道及学术推广。
- **中成药业务企稳,疫情下化药增长超预期:** 中成药收入约 3.8 亿元,同比下降 5.4%;中成药毛利率约 86.7%,同比增长 1.42%。化药收入约 5.9 亿元,同比增长 4.9%;化药毛利率 92.0%,同比降 2.62%,毛利率降低主要来自于营业成本的增加。疫情下,化药业务加速放量。
- **研发投入持续增加,临床研究稳步推进,一致性评价顺利进行:** 2020H1 研发投入约 4.37 亿元,同比增长 53.8%,其中费用化约 1.03 亿元,同比增长约 3.2%。**公司在研管线品种稳步推进:** 康柏西普已获批 nAMD、DME、pmCNV 三项适应症, RVO 适应症目前在中国处于 3 期临床阶段;国际多中心 3 期临床研究正在开展,6 月已在蒙古国获批上市。KH906 滴眼液预计已完成 1 期临床。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 2 期阶段。**一致性评价顺利进行:** 目前阿立哌唑口崩片首家通过一致性评价;右佐匹克隆片 3 月通过一致性评价,为全国第三。

## 盈利预测及投资建议

- 我们预计 2020-2022 EPS 分别为 0.92/1.15/1.46 元,对应 PE 分别为 50.6/40.6/31.9 倍。维持“增持”评级。

## 风险提示

- 随着国家医改进行,医药市场竞争加剧,药品销售价格下降;进入医保产品放量不达预期;研发进展低于预期;募投项目实施风险。

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）							资产负债表（人民币百万元）						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,786	2,917	3,257	3,353	4,143	5,008	货币资金	3,102	2,493	2,284	3,943	4,575	5,676
增长率		4.7%	11.7%	2.9%	23.6%	20.9%	应收款项	173	424	437	470	553	669
主营业务成本	-269	-229	-264	-285	-331	-376	存货	174	254	263	267	297	336
%销售收入	9.7%	7.8%	8.1%	8.5%	8.0%	7.5%	其他流动资产	16	241	41	48	53	58
毛利	2,517	2,689	2,994	3,068	3,811	4,633	流动资产	3,464	3,413	3,025	4,729	5,478	6,738
%销售收入	90.3%	92.2%	91.9%	91.5%	92.0%	92.5%	%总资产	75.5%	65.7%	51.9%	58.0%	60.5%	64.5%
营业税金及附加	-48	-44	-41	-34	-21	0	长期投资	0	9	9	9	9	9
%销售收入	1.7%	1.5%	1.3%	1.0%	0.5%	0.0%	固定资产	665	840	1,273	1,453	1,564	1,666
销售费用	-1,277	-1,376	-1,568	-1,542	-1,906	-2,254	%总资产	14.5%	16.2%	21.8%	17.8%	17.3%	15.9%
%销售收入	45.8%	47.2%	48.1%	46.0%	46.0%	45.0%	无形资产	386	812	1,311	1,682	1,718	1,752
管理费用	-504	-386	-403	-374	-439	-526	非流动资产	1,122	1,782	2,802	3,425	3,572	3,708
%销售收入	18.1%	13.2%	12.4%	11.2%	10.6%	10.5%	%总资产	24.5%	34.3%	48.1%	42.0%	39.5%	35.5%
研发费用	0	-230	-287	-302	-373	-451	资产总计	4,586	5,195	5,827	8,154	9,051	10,446
%销售收入	0.0%	7.9%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润（EBIT）	688	653	695	816	1,073	1,402	应付款项	363	375	396	484	501	545
%销售收入	24.7%	22.4%	21.3%	24.4%	25.9%	28.0%	其他流动负债	216	245	351	142	192	238
财务费用	30	46	31	32	23	41	流动负债	579	620	747	626	693	783
%销售收入	-1.1%	-1.6%	-0.9%	-1.0%	-0.6%	-0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-5	-5	-1	-3	0	0	其他长期负债	463	491	459	1,908	1,919	1,949
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,043	1,111	1,206	2,534	2,612	2,732
投资收益	30	28	23	20	20	20	普通股股东权益	3,543	4,084	4,621	5,620	6,439	7,714
%税前利润	3.9%	3.5%	2.8%	2.1%	1.7%	1.3%	其中：股本	674	674	874	874	874	874
营业利润	788	796	821	936	1,166	1,483	未分配利润	2,049	2,527	3,037	3,842	4,844	6,120
营业利润率	28.3%	27.3%	25.2%	27.9%	28.1%	29.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-24	3	14	0	0	0	负债股东权益合计	4,586	5,195	5,827	8,154	9,051	10,446
税前利润	763	799	835	936	1,166	1,483	比率分析						
利润率	27.4%	27.4%	25.6%	27.9%	28.1%	29.6%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-119	-105	-117	-131	-163	-208	每股指标						
所得税率	15.6%	13.1%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.954	1.032	0.820	0.919	1.145	1.456
净利润	644	695	718	805	1,002	1,275	每股净资产	5.256	6.063	5.289	6.433	7.371	8.831
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.137	0.521	0.928	0.883	1.273	1.600
归属于母公司的净利润	644	695	718	805	1,002	1,275	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	23.1%	23.8%	22.0%	24.0%	24.2%	25.5%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	18.18%	17.02%	15.54%	14.32%	15.57%	16.53%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	14.05%	13.38%	12.33%	9.87%	11.08%	12.21%
净利润	644	695	718	805	1,002	1,275	投入资本收益率	16.40%	13.89%	12.92%	9.93%	11.70%	13.16%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	79	86	97	96	105	117	主营业务收入增长率	9.70%	4.70%	11.65%	2.93%	23.56%	20.89%
非经营收益	25	-49	-40	24	45	45	EBIT增长率	32.80%	-5.12%	6.37%	17.55%	31.42%	30.70%
营运资金变动	19	-380	36	-153	-40	-40	净利润增长率	29.68%	7.88%	3.35%	12.03%	24.59%	27.21%
经营活动现金净流	767	351	811	771	1,112	1,397	总资产增长率	22.03%	13.27%	12.17%	39.93%	11.00%	15.42%
资本开支	-313	-458	-963	-728	-252	-252	资产管理能力						
投资	260	-337	156	1	0	0	应收账款周转天数	15.2	26.6	36.5	42.4	40.0	40.0
其他	129	40	13	20	20	20	存货周转天数	217.6	341.8	357.7	346.0	330.0	330.0
投资活动现金净流	76	-756	-794	-707	-232	-232	应付账款周转天数	135.7	182.4	236.6	220.0	200.0	200.0
股权募资	0	0	0	194	-183	0	固定资产周转天数	57.2	55.3	82.1	82.1	67.5	56.0
债权募资	0	0	0	1,435	0	0	偿债能力						
其他	-127	-204	-228	-33	-65	-65	净负债/股东权益	-87.53%	-61.05%	-49.43%	-44.41%	-48.57%	-54.81%
筹资活动现金净流	-127	-204	-228	1,596	-248	-65	EBIT利息保障倍数	-22.7	-14.2	-22.6	-25.6	-46.6	-34.2
现金净流量	715	-608	-211	1,659	632	1,100	资产负债率	22.74%	21.39%	20.70%	31.08%	28.85%	26.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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
8	2020-04-29	增持	38.80	N/A

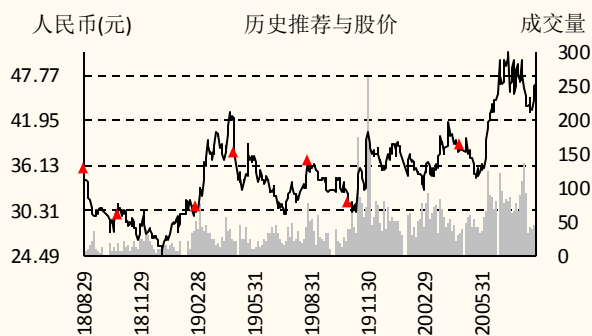
来源：国金证券研究所

**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