

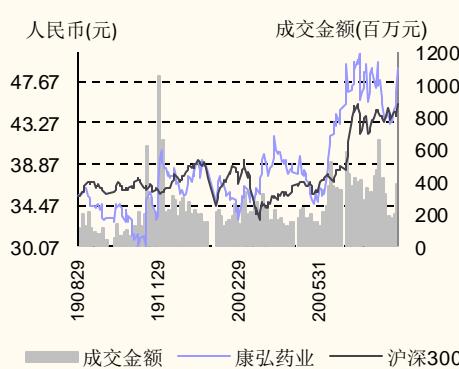
## 康弘药业(002773.SZ) 增持(维持评级)

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

- 《疫情背景下业绩符合预期，后期有望恢复增长-康弘药业 2019+...》，2020-04-29
- 《收入持续加速，研发销售投入致利润增速放缓-康弘药业 2019 业绩...》，2020-03-1
- 《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

王麟

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

## 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%，同比下降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2020-2022EPS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。

## 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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,786</b>	<b>2,917</b>	<b>3,257</b>	<b>3,353</b>	<b>4,143</b>	<b>5,008</b>
增长率	4.7%	11.7%	2.9%	23.6%	20.9%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-269</b>	<b>-229</b>	<b>-264</b>	<b>-285</b>	<b>-331</b>	<b>-376</b>
%销售收入	9.7%	7.8%	8.1%	8.5%	8.0%	7.5%
<b>毛利</b>	<b>2,517</b>	<b>2,689</b>	<b>2,994</b>	<b>3,068</b>	<b>3,811</b>	<b>4,633</b>
%销售收入	90.3%	92.2%	91.9%	91.5%	92.0%	92.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-48</b>	<b>-44</b>	<b>-41</b>	<b>-34</b>	<b>-21</b>	<b>0</b>
%销售收入	1.7%	1.5%	1.3%	1.0%	0.5%	0.0%
<b>销售费用</b>	<b>-1,277</b>	<b>-1,376</b>	<b>-1,568</b>	<b>-1,542</b>	<b>-1,906</b>	<b>-2,254</b>
%销售收入	45.8%	47.2%	48.1%	46.0%	46.0%	45.0%
<b>管理费用</b>	<b>-504</b>	<b>-386</b>	<b>-403</b>	<b>-374</b>	<b>-439</b>	<b>-526</b>
%销售收入	18.1%	13.2%	12.4%	11.2%	10.6%	10.5%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-230</b>	<b>-287</b>	<b>-302</b>	<b>-373</b>	<b>-451</b>
%销售收入	0.0%	7.9%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>688</b>	<b>653</b>	<b>695</b>	<b>816</b>	<b>1,073</b>	<b>1,402</b>
%销售收入	24.7%	22.4%	21.3%	24.4%	25.9%	28.0%
<b>财务费用</b>	<b>30</b>	<b>46</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>23</b>	<b>41</b>
%销售收入	-1.1%	-1.6%	-0.9%	-1.0%	-0.6%	-0.8%
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>30</b>	<b>28</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
%税前利润	3.9%	3.5%	2.8%	2.1%	1.7%	1.3%
<b>营业利润</b>	<b>788</b>	<b>796</b>	<b>821</b>	<b>936</b>	<b>1,166</b>	<b>1,483</b>
<b>营业利润率</b>	<b>28.3%</b>	<b>27.3%</b>	<b>25.2%</b>	<b>27.9%</b>	<b>28.1%</b>	<b>29.6%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>-24</b>	<b>3</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>763</b>	<b>799</b>	<b>835</b>	<b>936</b>	<b>1,166</b>	<b>1,483</b>
<b>利润率</b>	<b>27.4%</b>	<b>27.4%</b>	<b>25.6%</b>	<b>27.9%</b>	<b>28.1%</b>	<b>29.6%</b>
<b>所得税</b>	<b>-119</b>	<b>-105</b>	<b>-117</b>	<b>-131</b>	<b>-163</b>	<b>-208</b>
<b>所得税率</b>	<b>15.6%</b>	<b>13.1%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>644</b>	<b>695</b>	<b>718</b>	<b>805</b>	<b>1,002</b>	<b>1,275</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>644</b>	<b>695</b>	<b>718</b>	<b>805</b>	<b>1,002</b>	<b>1,275</b>
<b>净利率</b>	<b>23.1%</b>	<b>23.8%</b>	<b>22.0%</b>	<b>24.0%</b>	<b>24.2%</b>	<b>25.5%</b>

## 资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>3,102</b>	<b>2,493</b>	<b>2,284</b>	<b>3,943</b>	<b>4,575</b>	<b>5,676</b>
<b>应收账款</b>	<b>173</b>	<b>424</b>	<b>437</b>	<b>470</b>	<b>553</b>	<b>669</b>
<b>存货</b>	<b>174</b>	<b>254</b>	<b>263</b>	<b>267</b>	<b>297</b>	<b>336</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>16</b>	<b>241</b>	<b>41</b>	<b>48</b>	<b>53</b>	<b>58</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,464</b>	<b>3,413</b>	<b>3,025</b>	<b>4,729</b>	<b>5,478</b>	<b>6,738</b>
%总资产	75.5%	65.7%	51.9%	58.0%	60.5%	64.5%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
<b>固定资产</b>	<b>665</b>	<b>840</b>	<b>1,273</b>	<b>1,453</b>	<b>1,564</b>	<b>1,666</b>
%总资产	14.5%	16.2%	21.8%	17.8%	17.3%	15.9%
<b>无形资产</b>	<b>386</b>	<b>812</b>	<b>1,311</b>	<b>1,682</b>	<b>1,718</b>	<b>1,752</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,122</b>	<b>1,782</b>	<b>2,802</b>	<b>3,425</b>	<b>3,572</b>	<b>3,708</b>
%总资产	24.5%	34.3%	48.1%	42.0%	39.5%	35.5%
<b>资产总计</b>	<b>4,586</b>	<b>5,195</b>	<b>5,827</b>	<b>8,154</b>	<b>9,051</b>	<b>10,446</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>363</b>	<b>375</b>	<b>396</b>	<b>484</b>	<b>501</b>	<b>545</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>216</b>	<b>245</b>	<b>351</b>	<b>142</b>	<b>192</b>	<b>238</b>
<b>流动负债</b>	<b>579</b>	<b>620</b>	<b>747</b>	<b>626</b>	<b>693</b>	<b>783</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>463</b>	<b>491</b>	<b>459</b>	<b>1,908</b>	<b>1,919</b>	<b>1,949</b>
<b>负债</b>	<b>1,043</b>	<b>1,111</b>	<b>1,206</b>	<b>2,534</b>	<b>2,612</b>	<b>2,732</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,543</b>	<b>4,084</b>	<b>4,621</b>	<b>5,620</b>	<b>6,439</b>	<b>7,714</b>
其中：股本	674	674	874	874	874	874
未分配利润	2,049	2,527	3,037	3,842	4,844	6,120
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,586</b>	<b>5,195</b>	<b>5,827</b>	<b>8,154</b>	<b>9,051</b>	<b>10,446</b>

## 比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.954	1.032	0.820	0.919	1.145	1.456
每股净资产	5.256	6.063	5.289	6.433	7.371	8.831
每股经营现金净流	1.137	0.521	0.928	0.883	1.273	1.600
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	18.18%	17.02%	15.54%	14.32%	15.57%	16.53%
总资产收益率	14.05%	13.38%	12.33%	9.87%	11.08%	12.21%
投入资本收益率	16.40%	13.89%	12.92%	9.93%	11.70%	13.16%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.70%	4.70%	11.65%	2.93%	23.56%	20.89%
EBIT增长率	32.80%	-5.12%	6.37%	17.55%	31.42%	30.70%
净利润增长率	29.68%	7.88%	3.35%	12.03%	24.59%	27.21%
总资产增长率	22.03%	13.27%	12.17%	39.93%	11.00%	15.42%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	15.2	26.6	36.5	42.4	40.0	40.0
存货周转天数	217.6	341.8	357.7	346.0	330.0	330.0
应付账款周转天数	135.7	182.4	236.6	220.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	57.2	55.3	82.1	82.1	67.5	56.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-87.53%	-61.05%	-49.43%	-44.41%	-48.57%	-54.81%
EBIT利息保障倍数	-22.7	-14.2	-22.6	-25.6	-46.6	-34.2
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	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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