

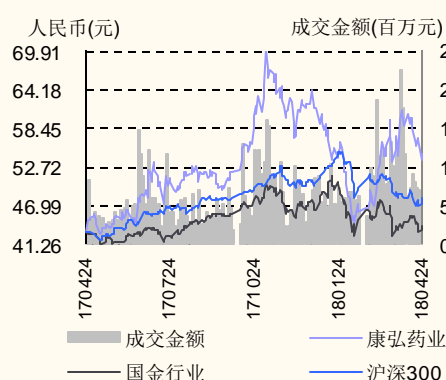
康弘药业 (002773.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 58.60 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	70.47
总市值 (百万元)	39,508.71
年内股价最高最低 (元)	70.10/42.70
沪深 300 指数	3828.70
深证成指	10547.10



公司业绩符合预期，康柏西普医保放量可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.736	0.954	1.246	1.615	2.057
每股净资产 (元)	4.30	5.26	6.63	8.04	9.90
每股经营性现金流 (元)	1.24	1.13	1.46	1.67	2.34
市盈率 (倍)	79.60	61.40	47.05	36.28	28.49
行业优化市盈率 (倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率 (%)	26.14%	29.68%	30.36%	29.69%	27.33%
净资产收益率 (%)	17.10%	18.18%	18.79%	20.08%	20.78%
总股本 (百万股)	674.78	674.95	674.21	674.21	674.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

公司业绩

- 公司 2017 年全年实现收入约 27.86 亿，同比增速约 9.7%；归母净利润约 6.44 亿元，同比增速约 29.68%；归母扣非净利润约 6.27 亿，同比增速约 28.67%；公司每股收益约 0.96 元，公司业绩整体符合预期。

点评

- 康柏西普国内市场凭借医保继续高增长，海外临床获 SPA 进展顺利：**康柏西普全年收入约 6.18 亿元，同比增速约 29.8%；毛利率约 88.98%，同比基本持平；净利润约 8925 万元，净利率约 14.4%。公司 2017 年接受人社部发出的医保谈判，根据人社部医保谈判结果，康柏西普降价幅度约 -17.5%，负面影响有限，四季度各省医保陆续对接报销，我们预计四季度康柏西普业绩已部分体现医保谈判影响，预计 2018 年康柏西普继续高增长。另外，康柏西普近日在美国的 III 期临床试验获得 FDA 临床试验特别方案评审，临床进展稳步推进，我们预计海外销售峰值可达 8-10 亿美金，弹性较大。
- 中成药化药增速放缓，预计与销售改革有关，未来稳定增长可期：**化药收入约 10.83 亿，同比增 5.86%，毛利率约 86.66%；中成药收入约 10.85 亿，同比增 4.33%，毛利率约 94.85%；传统化药和中成药业绩放缓预计与公司销售队伍改革有关，未来增速有望企稳并提升。化药品种阿立哌唑和文拉法辛竞争格局较好，且均为首仿品种；中成药舒肝解郁胶囊和渴络欣胶囊，独家品种，国家医保覆盖，目前体量较小，未来弹性较大。我们预计未来中成药和化药有望维持稳定增长。
- 研发投入持续加大，临床进展稳步推进：**公司全年研发投入约 3.5 亿，同比增速约 139%，其中约 45% 资本化，研发投入我们预计与美国临床进入 III 期关系较大。另外，公司在研管线品种进展顺利，稳步推进：康柏西普国内适应症扩展逐步获批、实体瘤新药 KH903 目前处于 I 期临床、KH906 滴眼液获得临床批件、以及抗肿瘤疫苗 KH901 和治疗阿尔兹海默症新药 KH110 处于研发阶段，多个项目齐头并进，未来业绩可期。

盈利预测

- 公司业绩稳定，康柏西普借助医保明年有望快速增长。我们预计 2018-2020 EPS 分别为 1.25/1.62/2.06 元，对应 PE 分别为 47.1/36.3/28.5 倍。

风险提示

- 康柏西普医保放量和美国临床不达预期；化药中成药招标降价风险；研发进展低于预期；2018 年 6 月 26 日，约 89% 的首发原股东限售股权解禁。

相关报告

- 《康柏西普进医保放量可期，化药中药稳定增长-康弘药业公司深度研...》，2018.3.6

王麟 联系人
wang_lin@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

附录：康弘药业三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,074	2,540	2,786	3,332	4,019	4,749	货币资金	1,688	2,386	3,102	3,868	4,740	6,019
增长率		22.4%	9.7%	19.6%	20.6%	18.2%	应收账款	113	76	173	129	166	190
主营业务成本	-226	-244	-269	-315	-328	-387	存货	113	147	174	178	191	222
%销售收入	10.9%	9.6%	9.7%	9.4%	8.2%	8.1%	其他流动资产	227	267	16	14	16	18
毛利	1,849	2,296	2,517	3,018	3,691	4,362	流动资产	2,141	2,876	3,464	4,189	5,112	6,448
%销售收入	89.1%	90.4%	90.3%	90.6%	91.8%	91.9%	%总资产	73.8%	76.5%	75.5%	80.7%	82.4%	84.0%
营业税金及附加	-33	-46	-48	-57	-66	-76	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	固定资产	501	538	665	741	832	964
营业费用	-1,098	-1,345	-1,277	-1,466	-1,756	-2,032	%总资产	17.3%	14.3%	14.5%	14.3%	13.4%	12.6%
%销售收入	52.9%	53.0%	45.8%	44.0%	43.7%	42.8%	无形资产	224	236	386	188	189	190
管理费用	-306	-387	-504	-566	-663	-712	非流动资产	760	882	1,122	1,000	1,092	1,226
%销售收入	14.8%	15.2%	18.1%	17.0%	16.5%	15.0%	%总资产	26.2%	23.5%	24.5%	19.3%	17.6%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	412	518	688	928	1,205	1,541	资产总计	2,901	3,758	4,586	5,189	6,205	7,674
%销售收入	19.9%	20.4%	24.7%	27.9%	30.0%	32.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	16	24	30	35	43	54	应付款项	178	450	362	454	480	575
%销售收入	-0.8%	-0.9%	-1.1%	-1.0%	-1.1%	-1.1%	其他流动负债	103	142	217	194	225	340
资产减值损失	-1	-1	-5	0	0	0	流动负债	281	593	579	649	704	915
公允价值变动收益	0	0	45	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	16	30	30	40	45	其他长期负债	95	261	463	68	68	68
%税前利润	2.5%	2.7%	3.9%	3.0%	3.1%	2.7%	负债	376	853	1,043	716	772	982
营业利润	438	557	788	993	1,288	1,640	普通股股东权益	2,502	2,905	3,543	4,468	5,423	6,675
营业利润率	21.1%	21.9%	28.3%	29.8%	32.0%	34.5%	少数股东权益	23	0	0	4	10	17
营业外收支	19	11	-24	0	0	0	负债股东权益合计	2,901	3,758	4,586	5,189	6,205	7,674
税前利润	456	568	763	993	1,288	1,640							
利润率	22.0%	22.4%	27.4%	29.8%	32.0%	34.5%	比率分析						
所得税	-59	-68	-119	-149	-193	-246		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	13.0%	11.9%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	397	500	644	844	1,095	1,394	每股收益	0.884	0.736	0.954	1.246	1.615	2.057
少数股东损益	3	3	0	4	6	7	每股净资产	5.614	4.304	5.256	6.628	8.043	9.900
归属于母公司的净利润	394	497	644	840	1,089	1,387	每股经营现金净流	1.066	1.241	1.126	1.465	1.669	2.341
净利率	19.0%	19.6%	23.1%	25.2%	27.1%	29.2%	每股股利	0.200	0.150	0.280	0.200	0.200	0.200
							回报率						
							净资产收益率	15.74%	17.10%	18.18%	18.79%	20.08%	20.78%
							总资产收益率	13.57%	13.22%	14.05%	16.18%	17.55%	18.07%
							投入资本收益率	14.19%	15.71%	16.40%	17.64%	18.85%	19.58%
							增长率						
							主营业务收入增长率	23.88%	22.45%	9.70%	19.58%	20.61%	18.15%
							EBIT增长率	32.14%	25.84%	32.80%	34.89%	29.81%	27.91%
							净利润增长率	44.00%	26.14%	29.68%	30.36%	29.69%	27.33%
							总资产增长率	49.48%	29.54%	22.03%	13.14%	19.57%	23.69%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	15.5	10.8	15.2	13.0	14.1	13.6
							存货周转天数	176.3	195.1	217.6	206.3	212.0	209.2
							应付账款周转天数	57.9	84.0	135.7	109.8	122.8	116.3
							固定资产周转天数	75.0	58.7	57.2	45.1	36.6	33.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-66.84%	-82.15%	-87.53%	-86.48%	-87.24%	-89.95%
							EBIT利息保障倍数	-26.4	-21.5	-22.7	-26.6	-28.0	-28.6
							资产负债率	12.97%	22.70%	22.74%	13.80%	12.44%	12.80%

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	2	5	10	12	23
增持	1	3	5	7	13
中性	1	1	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.56	1.53	1.52	1.49

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	2018-03-06	增持	46.86	50.00~55.00

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。国金证券建议客户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的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业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