

投资评级：买入(维持)
康弘药业(002773)
目标价:63.5元
一季报业绩符合预期, 康柏西普收入规模效应逐步显现
市场数据 2018-04-26

收盘价(元)	56.18
一年内最低/最高(元)	42.06/70.40
市盈率	49.9
市净率	11.15

基础数据

净资产收益率(%)	5.65
资产负债率(%)	21.5
总股本(亿股)	6.74

最近12月股价走势

联系信息

张文录	分析师
SAC 证书编号: S0160517100001	0571-87620710
zhangwenlu@ctsec.com	
黄兵	联系人
huangb@ctsec.com	

相关报告

- 《002773-年报点评:业绩符合预期, 重磅生物药康柏西普快速增长》 2018-04-26
- 《002773-事件点评:康柏西普新适应症(DME)纳入优先审评, 竞争优势明显》 2018-03-30
- 《002773-事件点评:业绩符合预期, 目前处于价值洼地》 2018-02-28

一季报业绩整体符合预期, 中报业绩预计稳步增长

公司发布 2018 年一季度报告, 实现收入 7.00 亿元(+9.03%), 归母净利润 2.06 亿元(+35.88%), 扣非归母净利润 1.92 亿元(+26.63%); 非经常性损益主要是政府补助 1787 万元。经营性现金净流量 1209 万元(-82.71%), 主要因为去年同期子公司康弘制药收到搬迁补偿款, 同时公司并购以色列公司 IOptima 落地以及增资入股江苏爱尔康公司导致现金流减少。公司一季报业绩整体符合预期。公司发布 2018 年上半年业绩预告, 归母净利润 2.80-3.50 亿元, 同比增长 20%-50%。

一季报毛利率有所提升, 康柏西普收入规模效应逐步显现

公司 2018Q1 毛利率 91.79%, 同比提升 1.72pp, 主要是由于康柏西普一季度收入占比提高、规模效应带动毛利率提升; 公司整体销售费用率为 45.35%, 同比降低 4.65pp, 主要是由于公司中药化药产品线管理, 以及康柏西普规模效应, 销售费用率下降; 管理费用率 12.47%, 同比微降 0.06pp; 财务费用较上年同期增长 56.58%, 主要系报告期利息收入减少所致。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 (SPA), 海外临床进展稳步推进, 我们预计近期会启动美国 III 期临床。我们认为, 公司中成药与化学药是公司发展和成长的基础, 另外在研品种丰富, 后续有望继续保持平稳增长。同时随着公司加强学术推广、康柏西普适应症渗透率的提升以及新适应症(糖尿病黄斑水肿 DME, 2018 年 3 月已纳入优先审评)的逐步获批, 纳入医保后将会快速放量与增长, 康柏西普净利润率未来也有望逐步提高至 30% 以上。

创新药标杆企业, 进军国际市场支撑未来五到十年的成长

公司是中国的国际创新药标杆企业, 康柏西普是中国第一个国际市场地位的创新药, 市场潜力巨大。2016 年 10 月康柏西普直接获得美国 FDA 临床 III 期试验批件, 刷新了国产创新药的记录, 在我国国产创新药发展中具有里程碑式重大意义。这标志康柏西普进军国际市场过程中, 在质量标准、药物疗效和安全性等方面已获肯定。我们认为具备疗效和价格优势的康柏西普有望打开国际市场, 可与阿柏西普直接展开竞争, 快速分享海外市场份额, 支撑其未来五到十年的增长。

盈利预测与投资评级

预计公司 2018-20 年 EPS 分别为 1.276/1.70/2.31 元, 对应 PE 为 43/32/23 倍, 维持公司“买入”投资评级, 给予 2018 年 50 倍 PE, 目标价 63.5 元。

风险提示:康柏西普适应症获批进度、美国 FDA III 期临床进展不及预期

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	2,540	2,786	3,232	3,911	4,889
增长率	22.4%	9.7%	16.0%	21.0%	25.0%
归属母公司股东净利润(百万)	497	644	856	1,144	1,554
增长率	26.1%	29.7%	32.9%	33.6%	35.9%
每股收益(元)	0.74	0.96	1.27	1.70	2.31
市盈率(倍)	74.1	57.2	43.0	32.2	23.7

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,540	2,786	3,232	3,911	4,889	成长性					
减: 营业成本	244	269	307	360	440	营业收入增长率	22.4%	9.7%	16.0%	21.0%	25.0%
营业税费	46	48	55	66	83	营业利润增长率	27.2%	41.5%	26.6%	31.6%	34.2%
销售费用	1,345	1,277	1,422	1,682	2,053	净利润增长率	26.1%	29.7%	32.9%	33.6%	35.9%
管理费用	387	504	517	587	684	EBITDA 增长率	22.4%	30.5%	35.7%	32.8%	33.9%
财务费用	-24	-30	-43	-48	-60	EBIT 增长率	26.2%	33.8%	34.0%	32.4%	34.7%
资产减值损失	1	5	21	22	26	NOPLAT 增长率	27.7%	36.2%	26.9%	34.0%	36.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-55.1%	-51.1%	132.3%	121.8%	-32.8%
投资和汇兑收益	16	30	45	70	100	净资产增长率	15.0%	22.0%	21.5%	20.1%	22.3%
营业利润	557	788	997	1,312	1,762	利润率					
加: 营业外净收支	11	-24	15	23	30	毛利率	90.4%	90.3%	90.5%	90.8%	91.0%
利润总额	568	763	1,012	1,335	1,792	营业利润率	21.9%	28.3%	30.9%	33.6%	36.0%
减: 所得税	68	119	152	187	233	净利润率	19.6%	23.1%	26.5%	29.3%	31.8%
净利润	497	644	856	1,144	1,554	EBITDA/营业收入	23.5%	27.9%	32.7%	35.8%	38.4%
						EBIT/营业收入	21.0%	25.6%	29.5%	32.3%	34.8%
						运营效率					
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	59	55	54	53	48
货币资金	2,386	3,102	3,646	4,044	5,424	流动营业资本周转天数	5	-21	-34	-25	-28
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	356	410	419	401	390
应收帐款	74	169	47	214	112	应收帐款周转天数	13	16	12	12	12
应收票据	2	4	1	5	3	存货周转天数	18	21	20	20	19
预付帐款	7	14	12	18	18	总资产周转天数	472	539	560	543	524
存货	147	174	193	237	289	投资资本周转天数	76	32	30	56	52
其他流动资产	260	2	157	140	100	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	17.1%	18.2%	19.9%	22.1%	24.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.3%	14.0%	15.7%	18.1%	19.7%
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROIC	63.3%	192.1%	498.3%	287.3%	176.5%
投资性房地产	-	-	30	60	90	费用率					
固定资产	409	436	541	621	672	销售费用率	53.0%	45.8%	44.0%	43.0%	42.0%
在建工程	129	228	284	351	434	管理费用率	15.2%	18.1%	16.0%	15.0%	14.0%
无形资产	159	179	302	412	510	财务费用率	-0.9%	-1.1%	-1.3%	-1.2%	-1.2%
其他非流动资产	186	279	178	74	-1	三费/营业收入	67.3%	62.8%	58.7%	56.8%	54.8%
资产总额	3,758	4,586	5,465	6,333	7,903	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	22.7%	22.7%	21.2%	18.3%	19.9%
应付帐款	436	352	561	473	785	负债权益比	29.4%	29.4%	26.9%	22.4%	24.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	4.85	5.98	5.02	6.14	5.29
其他流动负债	156	227	248	285	339	速动比率	4.60	5.68	4.78	5.83	5.03
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-22.12	-23.53	-22.45	-26.08	-28.52
其他非流动负债	261	463	350	400	450	分红指标					
负债总额	853	1,043	1,158	1,158	1,575	DPS(元)	0.15	0.28	0.31	0.42	0.60
少数股东权益	-	-	4	9	13	分红比率	20.4%	29.3%	24.1%	24.6%	26.0%
股本	675	674	674	674	674	股息收益率	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%
留存收益	2,421	2,979	3,629	4,491	5,641	业绩和估值指标					
股东权益	2,905	3,543	4,307	5,174	6,329	EPS(元)	0.74	0.96	1.27	1.70	2.31
						BVPS(元)	4.31	5.26	6.38	7.66	9.37
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	PE(X)	74.1	57.2	43.0	32.2	23.7
净利润	500	644	856	1,144	1,554	PB(X)	12.7	10.4	8.6	7.1	5.8
加: 折旧和摊销	72	73	101	138	174	P/FCF	40.7	45.2	57.5	53.9	20.1
资产减值准备	1	5	21	22	26	P/S	14.5	13.2	11.4	9.4	7.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	57.5	43.0	31.2	23.2	16.6
财务费用	-4	4	-43	-48	-60	CAGR(%)	31.9%	34.3%	29.4%	31.9%	34.3%
投资收益	-16	-30	-45	-70	-100	PEG	2.3	1.7	1.5	1.0	0.7
少数股东损益	3	-	4	4	5	ROIC/WACC	6.0	18.3	47.5	27.4	16.8
营运资金的变动	322	421	95	-182	488	REP	17.1	11.2	1.8	1.4	3.3
经营活动产生现金流量	846	767	990	1,008	2,088						
投资活动产生现金流量	-250	76	-390	-377	-363						
融资活动产生现金流量	98	-123	-55	-233	-344						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。