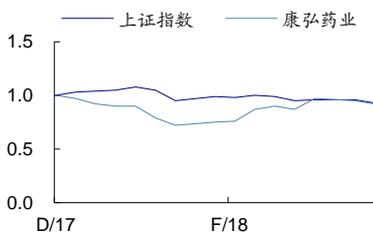


证券研究报告—动态报告
医药保健
医疗器械与服务
康弘药业(002773)
增持
2017 年年报点评

(维持评级)

2018 年 04 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	674/70
总市值/流通(百万元)	36,819/3,848
上证综指/深圳成指	3,129/10,557
12 个月最高/最低(元)	70.40/41.92

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

康柏西普医保+新适应症放量支持业绩高成长

● 17 年业绩: 康柏西普高速增长, 控制费用释放利润

公司 17 年营收 27.86 亿 (+9.70%), 净利润 6.44 亿 (+29.68%)。营收受传统板块(中成药+化学药)拖累增长较慢。其中生物制品(康柏西普)营收 6.18 亿 (+29.78%), 净利润 8925 万 (+49.79%), 销售增长叠加销售费用率下降带来康柏西普利润高速增长。中成药营收 10.85 亿 (+4.33%), 化学药营收 10.83 亿 (+5.86%) 均大幅减缓, 但传统板块销售费用(用母公司费用估计)也大幅下降至 41.5% (-9.1PCT), 公司控制费用使利润健康增长。

● 康柏西普谈判进入医保, 占据国内 wAMD 市场优势

国内湿性年龄相关性黄斑变性(wAMD)人群近 400 万人, 治疗药物有康柏西普、诺华的雷珠单抗和拜耳的阿柏西普, 总渗透率不足 1%; 其中康柏西普和雷珠单抗 17 年谈判进入医保, 有望大幅提高渗透率。康柏西普对于雷珠单抗有更好性价比和依从性的优势, 对于新上市的阿柏西普有医保及前期渠道优势; 17 年康柏西普样本医院销售额占 41%, 覆盖人数已超过雷珠单抗, 预计未来 2-3 年内占据最大市场份额, 达到 20 亿销售。

● 新适应症纳入优先评审, 打开市场空间

18 年 3 月康柏西普新适应症纳入优先评审, 适应症为糖尿病黄斑水肿(DME)。根据南方所估计, 我国 DME 患者超 400 万人, 空间巨大。参考阿柏西普和雷珠单抗海外的销售, 新适应症的获批是助推销售增长的一大动力。

● FDA 通过 SPA, 可正式开展海外临床

康柏西普 16 年 10 月获美国 III 期临床批件, 17 年 11 月与美国 CRO 公司 INC Research 签署临床协议。公司近日公告披露康柏西普临床获 FDA 临床试验特别方案评审(SPA)审核通过。海外临床顺利推进, 有望在近期正式开展。阿柏西普+雷珠单抗 17 年全球销售超 90 亿美元, 康柏西普有望凭性价比和依从性优势参与竞争。

● 风险提示

医保放量不及预期、生物类似药上市降价风险、海外临床风险。

● 康柏西普市场空间巨大, 传统板块稳定增长, 维持“增持”评级

康柏西普进入医保以价换量, 预期 18-20 年保持 50% 以上高复合增长; 传统板块保持 10% 左右的增速; 公司控制费用释放利润, 共同支持业绩高增长。预计 18-20 年净利润 8.38/10.75/13.60 亿, EPS 1.24/1.59/2.02 元, 对应当前股价 PE 为 43.9/34.2/27.1X, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,786	3,319	4,145	5,101
(+/-%)	9.7%	19.1%	24.9%	23.0%
净利润(百万元)	644	838	1075	1360
(+/-%)	29.7%	30.0%	28.3%	26.4%
摊薄每股收益(元)	0.96	1.24	1.59	2.02
EBIT Margin	24.7%	25.2%	25.8%	26.9%
净资产收益率(ROE)	18.2%	19.7%	20.8%	21.5%
市盈率(PE)	57.2	43.9	34.2	27.1
EV/EBITDA	50.3	42.3	33.3	26.0
市净率(PB)	10.39	8.65	7.12	5.82

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1: 康弘药业估值模型

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总营收	1,476.6	1,674.5	2,074.4	2,540.0	2,786.5	3,318.7	4,145.4	5,100.5
YoY		13.40%	23.88%	22.45%	9.70%	19.10%	24.91%	23.04%
成本	171.3	193.5	225.5	243.6	269.3	332.0	425.2	530.3
毛利率	88.40%	88.45%	89.13%	90.41%	90.34%	89.99%	89.74%	89.60%
净利润	315.7	273.5	393.8	496.8	644.2	839.0	1,113.9	1,454.5
YoY		-13.38%	44.00%	26.14%	29.68%	30.24%	32.76%	30.58%
净利率	21.38%	16.33%	18.98%	19.56%	23.12%	25.28%	26.87%	28.52%
传统板块								
营收	1,474.6	1,599.4	1,804.5	2,062.7	2,167.7	2,330.3	2,563.9	2,886.4
YoY		8.46%	12.82%	14.31%	5.09%	7.50%	10.03%	12.58%
成本	169.6	171.9	184.7	190.0	200.5	208.5	227.5	253.6
毛利率	88.50%	89.25%	89.76%	90.79%	90.75%	91.05%	91.13%	91.21%
净利润	315.7	273.5	393.8	437.2	555.0	632.6	723.5	845.9
净利率	21.41%	17.10%	21.82%	21.19%	25.60%	27.15%	28.22%	29.31%
中成药								
营收	811.2	831.5	920.7	1,039.5	1,084.6	1,149.7	1,241.6	1,365.8
YoY		2.50%	10.73%	12.91%	4.33%	6.00%	8.00%	10.00%
成本	136.2	125.9	137.8	138.3	144.7	149.5	161.4	177.6
毛利率	83.22%	84.86%	85.04%	86.70%	86.66%	87.00%	87.00%	87.00%
化学药								
营收	663.4	767.8	883.8	1,023.2	1,083.1	1,180.6	1,322.3	1,520.6
YoY		15.75%	15.10%	15.78%	5.86%	9.00%	12.00%	15.00%
成本	33.4	46.0	46.9	51.7	55.8	59.0	66.1	76.0
毛利率	94.97%	94.01%	94.69%	94.95%	94.85%	95.00%	95.00%	95.00%
生物制品								
营收		74.2	267.4	476.0	617.8	988.4	1,581.5	2,214.1
YoY			260.61%	78.01%	29.78%	60.00%	60.00%	40.00%
成本		20.8	39.2	52.8	68.1	123.6	197.7	276.8
毛利率		71.98%	85.34%	88.91%	88.98%	87.50%	87.50%	87.50%
净利润			59.6	89.2	206.4	390.4	608.6	845.9
净利率			12.52%	14.45%	20.89%	24.69%	27.49%	30.58%
期间费用	978.0	1,132.8	1,388.6	1,708.5	1,751.0	2,043.9	2,533.6	3,070.2
期间费用率	66.23%	67.65%	66.94%	67.26%	62.84%	61.59%	61.12%	60.19%
销售费用	713.1	870.9	1,098.0	1,345.5	1,277.0	1,452.4	1,771.0	2,117.3
销售费用率	48.29%	52.01%	52.93%	52.97%	45.83%	43.77%	42.72%	41.51%
管理费用	268.3	270.1	306.2	387.1	504.3	627.0	803.4	998.0
管理费用率	18.17%	16.13%	14.76%	15.24%	18.10%	18.89%	19.38%	19.57%
财务费用	-3.4	-8.2	-15.6	-24.1	-30.3	-35.5	-40.9	-45.0
财务费用率	-0.23%	-0.49%	-0.75%	-0.95%	-1.09%	-1.07%	-0.99%	-0.88%

资料来源:国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3102	3890	4838	5702	营业收入	2786	3319	4145	5101
应收款项	173	84	105	130	营业成本	269	332	425	530
存货净额	174	223	281	349	营业税金及附加	48	63	70	73
其他流动资产	16	19	23	29	销售费用	1277	1452	1771	2117
流动资产合计	3464	4216	5248	6209	管理费用	504	634	811	1005
固定资产	665	708	704	695	财务费用	(30)	(140)	(171)	(208)
无形资产及其他	179	173	166	160	投资收益	30	11	15	12
投资性房地产	279	279	279	279	资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	45	0	0	0
资产总计	4586	5376	6398	7344	营业利润	788	987	1255	1594
短期借款及交易性金融负债	0	0	137	0	营业外净收支	(24)	10	10	5
应付款项	127	103	130	161	利润总额	763	997	1265	1599
其他流动负债	453	605	601	547	所得税费用	119	160	190	240
流动负债合计	579	708	867	708	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	644	838	1075	1360
其他长期负债	463	412	362	311					
长期负债合计	463	412	362	311	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1043	1121	1228	1018	净利润	644	838	1075	1360
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	4	3	0	(0)
股东权益	3543	4256	5170	6325	折旧摊销	65	61	73	78
负债和股东权益总计	4586	5376	6398	7344	公允价值变动损失	5	0	0	0
					财务费用	(30)	(140)	(171)	(208)
关键财务与估值指标					营运资本变动	228	116	(112)	(171)
	2017	2018E	2019E	2020E	其它	(4)	(3)	(0)	0
每股收益	0.96	1.24	1.59	2.02	经营活动现金流	943	1015	1036	1267
每股红利	0.15	0.19	0.24	0.30	资本开支	(177)	(101)	(63)	(63)
每股净资产	5.26	6.31	7.67	9.38	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	18%	19%	19%	21%	投资活动现金流	(177)	(101)	(63)	(63)
ROE	18%	20%	21%	21%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	90%	90%	90%	90%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	25%	26%	27%	支付股利、利息	(101)	(126)	(161)	(204)
EBITDA Margin	27%	27%	28%	28%	其它融资现金流	151	0	137	(137)
收入增长	10%	19%	25%	23%	融资活动现金流	(51)	(126)	(25)	(340)
净利润增长率	30%	30%	28%	26%	现金净变动	715	788	949	864
资产负债率	23%	21%	19%	14%	货币资金的期初余额	2386	3102	3890	4838
息率	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	货币资金的期末余额	3102	3890	4838	5702
P/E	57.2	43.9	34.2	27.1	企业自由现金流	697	779	806	1013
P/B	10.4	8.7	7.1	5.8	权益自由现金流	848	897	1088	1053
EV/EBITDA	50.3	42.3	33.3	26.0					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032