

2018年08月28日

康弘药业 (002773.SZ)

公司快报

证券研究报告

中成药

## 康柏西普 2 季度增长加快受益医保政策红利，看好公司所处眼底病领域成长空间

■公司发布中报，上半年实现收入 13.83 亿元，同比增长 1.03%，净利润 3.1 亿元，同比增长 33.13%，扣非净利润 2.67 亿元，同比增长 15.59%，其中，政府补助 0.53 亿元，是最主要的非经常性损益项目，经营性现金流净额 1.4 亿元，同比下降 55.14%。分季度看，Q2 单季度收入 6.83 亿元，同比下降 6.04%，主要是中药板块收入下滑所致，其中，母公司 Q2 单季度收入大幅下滑 30.24%，而生物药板块康柏西普 Q2 相比 Q1 呈现加速增长态势，从而抵消了中药制剂下滑带来的影响，因此，Q2 单季度净利润同比增长 28.02%。

分品类看，中成药收入 3.91 亿元，同比下降 27.04%，主要是在当前医保控费、医院控制药占比背景下，对中药处方药销售不利，毛利率同比下降 0.41 个百分点至 86.19%；化学药收入 5.5 亿元，同比增长 3.69%，毛利率同比提升 0.51 个百分点至 95.34%；生物药康柏西普注射液收入 4.41 亿元，同比大幅增长 46.25%，考虑到去年下半年康柏西普注射液纳入医保后降价部分，我们测算，上半年康柏西普实际销量增长超过 70%，随着各地高价药医保政策逐步落地，Q2 相比 Q1 呈现加速增长态势。虽然进入医保而降价 17%，但康柏西普注射液上半年毛利率显著提升 5.8 个百分点至 94.24%，规模效应进一步凸显，也进一步说明公司单抗（融合蛋白）生产工艺没有问题。生产康柏西普的生物药子公司康弘生物上半年实现净利润 1.06 亿元，同比大幅增长 100%，如果考虑到康弘生物承担了公司大部分研发费用，对费用化研发支出部分进行追溯调整，我们测算，康弘生物更真实的净利润同比增长 92%，主要来自康柏西普销量高速增长、毛利率显著提升、销售费用率下降等多项因素。我们预计随着高价药纳入医保政策在各地进一步落地，和公司持续学术营销，未来康柏西普仍然有望呈现加速增长态势。

■研发方面，上半年公司研发投入 1.26 亿元，同比大幅增长 79.51%，主要是公司康柏西普注射液开展美国 III 期临床（和阿柏西普头对头费用高）和国内研发投入增加所致。进度方面，康柏西普眼用注射液美国 III 期临床已于 2018 年 5 月启动；治疗各种伴病理性血管生长的实体肿瘤的 1 类生物新药重组人血管内皮生长因子受体-抗体融合蛋白注射液（靶向 VEGF）于 2018 年 5 月获得药物临床试验批件；用于治疗外伤、化学烧伤、角膜移植术后诱发的新生血管的 1 类生物新药 KH906 滴眼液于 2017 年 2 月获得药物临床批件；治疗阿尔茨海默症的新药 KH110 和治疗性肿瘤疫苗 1 类生物新药 KH901 正处于研发阶段；多奈哌齐片、多奈哌齐口崩片、氢溴酸沃塞汀片、艾司奥美拉唑镁肠溶胶

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 64.4 元  
股价 (2018-08-28) 48.50 元

### 交易数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元)  | 32,699.19     |
| 流通市值 (百万元) | 23,052.87     |
| 总股本 (百万股)  | 674.21        |
| 流通股本 (百万股) | 475.32        |
| 12 个月价格区间  | 44.11/70.10 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M     | 12M   |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | 1.84  | -5.11  | 10.23 |
| 绝对收益 | -5.05 | -21.38 | -6.08 |

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006  
cuiwl@essence.com.cn  
010-83321412

### 相关报告

康弘药业：康柏西普注射液进入医保目录后明年起增速开始有望显著加快，未来发展空间广阔/崔文亮  
2017-10-22

囊均已获得临床试验批件。

■我们非常看好公司现有康柏西普注射液所处的眼底病领域，该领域当前全球最有效药物仅雷珠单抗、康柏西普和阿柏西普三个品种，竞争格局良好，进入壁垒高，其现有和潜在包括年龄相关性湿性黄斑变性（AMD）、糖尿病性黄斑水肿（DME）、病理性近视继发脉络膜新生血管（mCNV）等7~8项适应症对应的市场空间巨大，且2017年7月，康柏西普才与雷珠单抗通过高价药谈判的方式纳入医保目录，当前正处于政策红利释放初期，Q2康柏西普销量加速增长，已经初步显示出政策带来的利好和产品潜力。

康柏西普注射液在美国开展III期临床，未来一旦成功上市，参考现有阿柏西普和雷珠单抗的销售收入，未来对公司的收入贡献可能是几亿美金甚至十几亿美金级别的，虽然能否在美国上市具有一定不确定性，但可以看做期权价值。

公司原有的中药和化学药业务产品相对平淡，一方面中药处方药在当前医保控费、医院药占比控制等各种因素影响下面临较差环境，而化学仿制药未来在带量采购模式潜在推行背景下也面临持续降价压力，但从今年上半年看，公司扣非净利润2.67亿中，生物药板块贡献净利润已经达到1.06亿元，已经达到40%，如果考虑生物药子公司承担的研发费用，其实际利润贡献已经超过50%，随着后续几个季度康柏西普加速增长，我们预计，全年看，公司生物药子公司净利润贡献有望达到50%，明年净利润贡献有望进一步提升，传统制剂对公司的影响将会越来越小。

■投资建议：我们预计公司2018-2020年的净利润分为8.56/11.06/13.80亿元，增速分别为33%/29%/25%，对应当前股价PE分别为38/30/24X，考虑到公司作为创新药标的具有稀缺性，理应享受一定估值溢价，且康柏西普未来有望在美国上市可看做蕴含期权，给予买入-A投资评级，6个月目标价64.4元，相当于2019年39倍的动态市盈率。

■风险提示：公司核心产品价格下滑超预期；产品研发和市场推广不及预期

| (百万元)    | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 2,540.0 | 2,786.5 | 3,012.2 | 3,662.8 | 4,458.0 |
| 净利润      | 496.8   | 644.2   | 855.7   | 1,105.7 | 1,379.8 |
| 每股收益(元)  | 0.74    | 0.96    | 1.27    | 1.64    | 2.05    |
| 每股净资产(元) | 4.31    | 5.26    | 6.43    | 7.75    | 9.38    |

| 盈利和估值  | 2016  | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 市盈率(倍) | 65.8  | 50.8   | 38.2   | 29.6   | 23.7   |
| 市净率(倍) | 11.3  | 9.2    | 7.5    | 6.3    | 5.2    |
| 净利润率   | 19.6% | 23.1%  | 28.4%  | 30.2%  | 30.9%  |
| 净资产收益率 | 17.1% | 18.2%  | 19.7%  | 21.2%  | 21.8%  |
| 股息收益率  | 0.3%  | 0.6%   | 0.5%   | 0.7%   | 0.8%   |
| ROIC   | 60.1% | 161.6% | 226.4% | 538.5% | 460.6% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |         |         |         |         |         | 财务指标         |        |        |        |        |        |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元)        | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   | (百万元)        | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| <b>营业收入</b>  | 2,540.0 | 2,786.5 | 3,012.2 | 3,662.8 | 4,458.0 | <b>成长性</b>   |        |        |        |        |        |
| 减:营业成本       | 243.6   | 269.3   | 237.4   | 288.6   | 351.3   | 营业收入增长率      | 22.4%  | 9.7%   | 8.1%   | 21.6%  | 21.7%  |
| 营业税费         | 45.7    | 47.8    | 45.5    | 55.3    | 67.3    | 营业利润增长率      | 27.2%  | 41.5%  | 25.2%  | 28.8%  | 25.2%  |
| 销售费用         | 1,345.5 | 1,277.0 | 1,300.4 | 1,543.5 | 1,860.8 | 净利润增长率       | 26.1%  | 29.7%  | 32.8%  | 29.2%  | 24.8%  |
| 管理费用         | 387.1   | 504.3   | 497.0   | 554.2   | 666.5   | EBITDA 增长率   | 22.4%  | 30.5%  | 33.1%  | 29.2%  | 24.3%  |
| 财务费用         | -24.1   | -30.3   | -25.1   | -13.5   | -15.9   | EBIT 增长率     | 26.2%  | 33.8%  | 34.8%  | 30.7%  | 25.3%  |
| 资产减值损失       | 1.1     | 5.5     | 12.9    | 25.4    | 11.2    | NOPLAT 增长率   | 27.7%  | 36.2%  | 28.3%  | 32.1%  | 25.0%  |
| 加:公允价值变动收益   | -       | -       | -       | -       | -       | 投资资本增长率      | -49.3% | -8.5%  | -44.5% | 46.1%  | -62.5% |
| 投资和汇兑收益      | 15.6    | 30.0    | 41.6    | 60.3    | 72.4    | 净资产增长率       | 15.0%  | 22.0%  | 22.4%  | 20.4%  | 21.1%  |
| <b>营业利润</b>  | 556.7   | 787.5   | 985.8   | 1,269.5 | 1,589.2 | <b>利润率</b>   |        |        |        |        |        |
| 加:营业外净收支     | 11.0    | -24.5   | 16.8    | 13.0    | 14.9    | 毛利率          | 90.4%  | 90.3%  | 92.1%  | 92.1%  | 92.1%  |
| <b>利润总额</b>  | 567.8   | 763.1   | 1,002.6 | 1,282.5 | 1,604.1 | 营业利润率        | 21.9%  | 28.3%  | 32.7%  | 34.7%  | 35.6%  |
| 减:所得税        | 67.6    | 118.9   | 146.9   | 176.9   | 224.3   | 净利润率         | 19.6%  | 23.1%  | 28.4%  | 30.2%  | 30.9%  |
| <b>净利润</b>   | 496.8   | 644.2   | 855.7   | 1,105.7 | 1,379.8 | EBITDA/营业收入  | 23.5%  | 27.9%  | 34.4%  | 36.5%  | 37.3%  |
|              |         |         |         |         |         | EBIT/营业收入    | 21.0%  | 25.6%  | 31.9%  | 34.3%  | 35.3%  |
| <b>资产负债表</b> |         |         |         |         |         | <b>运营效率</b>  |        |        |        |        |        |
|              | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   | 固定资产周转天数     | 59     | 55     | 52     | 43     | 35     |
| 货币资金         | 2,386.2 | 3,101.6 | 4,062.2 | 4,856.3 | 6,143.8 | 流动营业资本周转天数   | 5      | -21    | -35    | -30    | -26    |
| 交易性金融资产      | -       | -       | -       | -       | -       | 流动资产周转天数     | 356    | 410    | 462    | 473    | 478    |
| 应收账款         | 74.0    | 168.7   | 93.6    | 225.4   | 162.9   | 应收账款周转天数     | 13     | 16     | 16     | 16     | 16     |
| 应收票据         | 1.8     | 3.9     | 2.3     | 5.3     | 3.9     | 存货周转天数       | 18     | 21     | 17     | 17     | 17     |
| 预付账款         | 7.0     | 13.9    | 4.5     | 17.9    | 9.3     | 总资产周转天数      | 472    | 539    | 595    | 580    | 564    |
| 存货           | 147.2   | 173.9   | 109.1   | 235.0   | 183.8   | 投资资本周转天数     | 83     | 49     | 34     | 24     | 16     |
| 其他流动资产       | 260.0   | 1.7     | 1.7     | 1.7     | 1.7     | <b>投资回报率</b> |        |        |        |        |        |
| 可供出售金融资产     | -       | -       | -       | -       | -       | ROE          | 17.1%  | 18.2%  | 19.7%  | 21.2%  | 21.8%  |
| 持有至到期投资      | -       | -       | -       | -       | -       | ROA          | 13.3%  | 14.0%  | 15.9%  | 17.2%  | 18.3%  |
| 长期股权投资       | -       | -       | -       | -       | -       | ROIC         | 60.1%  | 161.6% | 226.4% | 538.5% | 460.6% |
| 投资性房地产       | -       | -       | -       | -       | -       | <b>费用率</b>   |        |        |        |        |        |
| 固定资产         | 408.8   | 436.3   | 439.4   | 435.2   | 423.8   | 销售费用率        | 53.0%  | 45.8%  | 43.2%  | 42.1%  | 41.7%  |
| 在建工程         | 128.8   | 228.4   | 228.4   | 228.4   | 228.4   | 管理费用率        | 15.2%  | 18.1%  | 16.5%  | 15.1%  | 15.0%  |
| 无形资产         | 221.5   | 378.0   | 360.4   | 342.9   | 325.3   | 财务费用率        | -0.9%  | -1.1%  | -0.8%  | -0.4%  | -0.4%  |
| 其他非流动资产      | 122.9   | 79.7    | 74.2    | 71.9    | 71.9    | 三费/营业收入      | 67.3%  | 62.8%  | 58.8%  | 56.9%  | 56.3%  |
| <b>资产总额</b>  | 3,758.2 | 4,586.2 | 5,375.9 | 6,420.0 | 7,554.8 | <b>偿债能力</b>  |        |        |        |        |        |
| 短期债务         | -       | -       | -       | -       | -       | 资产负债率        | 22.7%  | 22.7%  | 19.3%  | 18.7%  | 16.3%  |
| 应付账款         | 436.5   | 352.1   | 343.0   | 502.3   | 526.5   | 负债权益比        | 29.4%  | 29.4%  | 23.9%  | 22.9%  | 19.4%  |
| 应付票据         | -       | -       | -       | -       | -       | 流动比率         | 4.85   | 5.98   | 7.43   | 7.27   | 8.50   |
| 其他流动负债       | 156.1   | 227.2   | 232.1   | 232.3   | 239.1   | 速动比率         | 4.60   | 5.68   | 7.24   | 6.95   | 8.26   |
| 长期借款         | -       | -       | -       | -       | -       | 利息保障倍数       | -22.12 | -23.53 | -38.23 | -93.39 | -99.26 |
| 其他非流动负债      | 260.6   | 463.4   | 463.4   | 463.4   | 463.4   | <b>分红指标</b>  |        |        |        |        |        |
| <b>负债总额</b>  | 853.3   | 1,042.7 | 1,038.4 | 1,198.0 | 1,229.0 | DPS(元)       | 0.15   | 0.28   | 0.25   | 0.33   | 0.41   |
| 少数股东权益       | -       | -       | -       | -       | -       | 分红比率         | 20.4%  | 29.3%  | 20.0%  | 20.0%  | 20.0%  |
| 股本           | 675.0   | 674.2   | 674.2   | 674.2   | 674.2   | 股息收益率        | 0.3%   | 0.6%   | 0.5%   | 0.7%   | 0.8%   |
| 留存收益         | 2,421.1 | 2,978.7 | 3,663.3 | 4,547.8 | 5,651.6 |              |        |        |        |        |        |
| <b>股东权益</b>  | 2,904.9 | 3,543.4 | 4,337.5 | 5,222.0 | 6,325.8 |              |        |        |        |        |        |

## 现金流量表

| 现金流量表             |        |        |         |         |         | 业绩和估值指标   |       |       |       |       |       |
|-------------------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                   | 2016   | 2017   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |           | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润               | 500.1  | 644.2  | 855.7   | 1,105.7 | 1,379.8 | EPS(元)    | 0.74  | 0.96  | 1.27  | 1.64  | 2.05  |
| 加:折旧和摊销           | 72.0   | 73.2   | 74.5    | 81.7    | 89.0    | BVPS(元)   | 4.31  | 5.26  | 6.43  | 7.75  | 9.38  |
| 资产减值准备            | 1.1    | 5.5    | -       | -       | -       | PE(X)     | 65.8  | 50.8  | 38.2  | 29.6  | 23.7  |
| 公允价值变动损失          | -      | -      | -       | -       | -       | PB(X)     | 11.3  | 9.2   | 7.5   | 6.3   | 5.2   |
| 财务费用              | -4.3   | 3.9    | -25.1   | -13.5   | -15.9   | P/FCF     | 37.1  | 48.2  | 32.2  | 32.3  | 20.9  |
| 投资损失              | -15.6  | -30.0  | -41.6   | -60.3   | -72.4   | P/S       | 12.9  | 11.7  | 10.9  | 8.9   | 7.3   |
| 少数股东损益            | 3.4    | -      | -       | -       | -       | EV/EBITDA | 60.1  | 49.4  | 27.6  | 20.8  | 15.9  |
| 营运资金的变动           | 346.1  | 557.7  | 152.7   | -112.3  | 154.5   | CAGR(%)   | 30.3% | 28.9% | 29.2% | 30.3% | 28.9% |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 846.3  | 766.9  | 1,016.1 | 1,001.3 | 1,535.0 | PEG       | 2.2   | 1.8   | 1.3   | 1.0   | 0.8   |
| 投资活动产生现金流量        | -250.2 | 75.8   | -18.4   | 0.3     | 12.4    | ROIC/WACC |       |       |       |       |       |
| 融资活动产生现金流量        | 97.9   | -122.6 | -37.1   | -207.6  | -260.0  | REP       |       |       |       |       |       |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

崔文亮、周新明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

|       |     |               |                           |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤  | 021-35082852  | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 孟硕丰 | 021-35082788  | mengsf@essence.com.cn     |
|       | 李栋  | 021-35082821  | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 侯海霞 | 021-35082870  | houhx@essence.com.cn      |
|       | 林立  | 021-68766209  | linli1@essence.com.cn     |
|       | 潘艳  | 021-35082957  | panyan@essence.com.cn     |
|       | 刘恭懿 | 021-35082961  | liugy@essence.com.cn      |
|       | 孟昊琳 | 021-35082963  | menghl@essence.com.cn     |
| 北京联系人 | 温鹏  | 010-83321350  | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 田星汉 | 010-83321362  | tianxh@essence.com.cn     |
|       | 王秋实 | 010-83321351  | wangqs@essence.com.cn     |
|       | 张莹  | 010-83321366  | zhangying1@essence.com.cn |
|       | 李倩  | 010-83321355  | liqian1@essence.com.cn    |
|       | 姜雪  | 010-59113596  | jiangxue1@essence.com.cn  |
|       | 王帅  | 010-83321351  | wangshuai1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍  | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 杨晔  | 0755-82558046 | yangye@essence.com.cn     |
|       | 巢莫雯 | 0755-82558183 | chaomw@essence.com.cn     |
|       | 王红彦 | 0755-82558361 | wanghy8@essence.com.cn    |
|       | 黎欢  | 0755-82558045 | lihuan@essence.com.cn     |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034