

康弘药业 (002773) 2018 年中报点评

# 康柏西普增长强劲，传统业务略低于预期

2018 年 9 月 2 日

## 投资要点

- ❖ **公司扣非净利润略低于市场预期。**公司公布 2018H1 业绩，分别实现收入、净利润、扣非净利润 13.83 亿、3.10 亿、2.67 亿元，同比+1.03%、+33.13%、+15.59%，其中 2018Q2 分别实现收入、净利润、扣非净利润 6.83 亿、1.04 亿、0.75 亿元，同比-6.04%、+28.20%、-5.54%，扣非净利润略低于市场预期。
- ❖ **康柏西普增长强劲，下半年增速有望进一步提升。**康柏西普 2018H1 实现收入 4.41 亿元，同比+46.21%，考虑到去年医保降价因素（降幅 17.5%），销售量增长预计超过 70%。随着降价因素影响逐步减弱，预计下半年销售额增速将逐步向销售量增速趋近，全年康柏西普销售额增长有望超过 50%。此外，康柏西普在降价的背景下，毛利率依然提升 5.80 PCTs，达到 94.24%，预计主要与规模效应逐步体现有关。
- ❖ **公司传统业务增长低于预期。**公司中成药业务实现收入 3.91 亿元，同比-27.04%；化学药业务实现收入 5.50 亿元，同比+3.69%。我们认为主要由于分线改革的短期阵痛，预计中成药的下滑幅度逐步收窄，化学药业务随着阿立哌唑等一致性评价的推进，增速有望逐步恢复。
- ❖ **公司研发投入较大，研发工作稳步推进。**公司 2018H1 研发投入 1.26 亿元，同比+79.51%。康柏西普美国 III 期已经启动，与阿柏西普对照彰显强烈信心；第三个适应症 DME 已经纳入新一批优先审评审批目录，有望逐步获批；KH906 已经获得临床批件。仿制药方面，盐酸多奈哌齐（口崩）片、氢溴酸沃赛汀片已经获得临床批件，药品研发有序推进。
- ❖ **公司销售费用率有望进一步下降。**公司财务、管理、销售费用率同比-0.65 PCT、+1.54PCTs、-2.09PCTs。其中管理费用率的增加主要由于研发费用的增长；销售费用率的下降预计主要由于销售改革，同时叠加康柏西普的市场教育已经较为充分，预计未来销售费用率有望逐步下降。
- ❖ **风险提示。**康柏西普放量速度不及预期；中成药业务下滑；药品研发进展不达预期。
- ❖ **盈利预测及估值。**康柏西普放量强劲，未来随着降价因素的影响逐步减弱以及新适应的拓展，增速有望保持高增长。结合中报业绩，小幅调整 2018/2019 年 EPS 预测至 1.19/1.48 元（原 1.12/1.41 元），并新增 2020 年 EPS 预测为 1.86 元，参考可比公司估值，给予公司 2019 年 40XPE，对应目标价 59.20 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2540	2786	2964	3390	4010
营业收入增长率	22	10	6	14	18
净利润(百万元)	497	644	802	999	1255
净利润增长率	26	30	24	25	26
每股收益 EPS(基本)(元)	0.74	0.96	1.19	1.48	1.86
毛利率%	90.4	90.3	91.9	92.9	94.1
净资产收益率 ROE%	17.1	18.2	19.2	20.0	21.0
每股净资产(元)	64	50	40	32	25
PE	11	9	8	6	5
PB	9	6	4	3	2

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 08 月 31 日收盘价



## 买入 (维持)

当前价：45.08 元

目标价：59.20 元

中信证券研究部

### 田加强

电话：021-20262115

邮件：tianjiaqiang@citics.com

执业证书编号：S1010515070002

### 刘泽序

电话：021-20262116

邮件：liuzexu@citics.com

执业证书编号：S1010518060001

## 相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

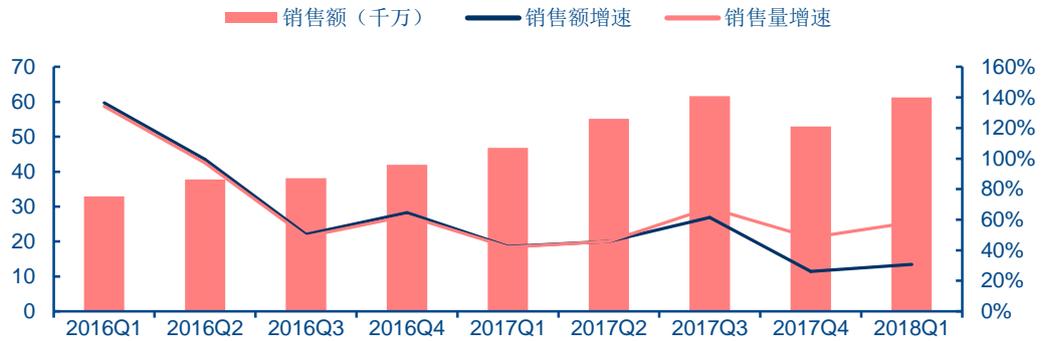
## 主要数据

沪深 300 指数	3400.17 点
总股本/流通股本	674.2/475.3 百万股
近 12 月最高/最低价	70.1 元/44.11 元
近 1 月绝对涨幅	-5.06%
近 6 月绝对涨幅	-1.33%
今年以来绝对涨幅	-20.97%
12 个月日均成交额	79.88 百万元

## 相关研究

1. 康弘药业 (002773) 2017 年三季度报点评—康柏西普短期增长受阻，海外临床和收购再进一步(2017-10-23)
2. 康弘药业 (002773) 2017 年中报点评—康柏西普静待医保红利，整体业绩增长稳健(2017-08-23)
3. 康弘药业 (002773) 2016 年年报点评—康柏西普逐步向好，传统药品稳定增长(2017-04-06)

图 1：康柏西普样本医院销售额及增速



资料来源：PDB，中信证券研究部

表 1：公司重点产品样本医院销售额及增速

	2018Q1 销售额 (百万元)	销售额增速				
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
康柏西普	122.53	42.36%	45.79%	61.46%	26.20%	30.81%
文拉法辛	48.09	4.04%	6.62%	-0.14%	-1.44%	3.79%
莫沙必利	25.92	-2.28%	-2.92%	-9.14%	-13.08%	-14.85%
阿立哌唑	12.43	-8.48%	-5.31%	-12.10%	-8.29%	1.62%
右佐匹克隆	9.81	21.27%	22.92%	29.15%	17.26%	34.87%
胆舒胶囊	2.58	7.78%	0.70%	-5.28%	-14.03%	-16.35%

资料来源：PDB，中信证券研究部

## 利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,540	2,786	2,964	3,390	4,010
营业成本	244	269	241	240	235
毛利率	90.4%	90.3%	91.9%	92.9%	94.1%
营业税金及附加	46	48	44	51	60
销售费用	1,345	1,277	1,275	1,400	1,616
营业费用率	52.97%	45.83%	43.00%	41.30%	40.30%
管理费用	387	504	569	651	770
管理费用率	15.24%	18.10%	19.20%	19.20%	19.20%
财务费用	-24	-30	-61	-74	-90
财务费用率	-0.95%	-1.09%	-2.05%	-2.17%	-2.23%
投资收益	16	30	30	30	30
营业利润	557	743	956	1,192	1,498
营业利润率	21.92%	26.66%	32.25%	35.15%	37.36%
营业外收入	35	20	25	25	25
营业外支出	24	45	20	20	20
利润总额	568	719	961	1,197	1,503
所得税	68	119	159	198	249
所得税率	11.9%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
少数股东损益	3	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	497	644	802	999	1,255
净利率	19.56%	23.12%	27.05%	29.46%	31.29%

## 现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	497	644	802	999	1,255
所得税支出	3	0	0	0	0
折旧和摊销	72	73	80	88	95
营运资金的变化	246	8	151	-49	74
其他经营现金流	29	42	-91	-104	-120
经营现金流合计	846	767	941	934	1,304
资本支出	-170	-313	-89	-81	-71
投资收益	16	31	30	30	30
其他投资现金流	2,839	3,524	-19	-3	-11
投资现金流合计	-2,934	-3,166	-20	-20	-20
发行股票	-250	76	-98	-73	-71
负债变化	187	0	0	0	0
股息支出	0	22	0	0	0
其他融资现金流	0	-135	-160	-200	-251
融资现金流合计	-89	-10	61	74	90
现金及现金等价物净增加额	98	-123	-100	-126	-161

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,386	3,102	3,845	4,580	5,651
存货	147	174	151	153	148
应收账款	65	167	127	174	189
其他流动资产	277	21	47	52	59
流动资产	2,876	3,464	4,170	4,959	6,046
固定资产	409	436	457	461	449
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	159	179	182	181	179
其他长期资产	315	507	532	544	565
非流动资产	882	1,122	1,171	1,186	1,193
资产总计	3,758	4,586	5,340	6,145	7,239
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	74	127	93	103	96
其他流动负债	519	453	599	595	692
流动负债	593	579	692	698	788
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	261	463	463	463	463
非流动性负债	261	463	463	463	463
负债合计	853	1,043	1,155	1,161	1,251
股本	675	674	674	674	674
资本公积	632	646	646	646	646
股东权益合计	2,905	3,543	4,185	4,984	5,988
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	3,758	4,586	5,340	6,145	7,239

## 主要财务指标

指标名称 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	22.45	9.70	6.37	14.39	18.29
营业利润增长率	27.16	33.45	28.66	24.66	25.75
净利润增长率	26.14	29.68	24.48	24.54	25.64
毛利率					
EBITDA Margin	90.41	90.34	91.87	92.91	94.14
净利率	20.40	24.70	28.17	30.91	33.14
净资产收益率	23.23	27.32	30.86	33.50	35.50
总资产收益率	19.56	23.12	27.05	29.46	31.29
资产负债率					
所得税率	17.10	18.18	19.16	20.04	20.96
股利支付率	13.22	14.05	15.02	16.25	17.33

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。