



投资评级：买入(维持)

康弘药业(002773)

海外投资 IOptima 公司，进军青光眼治疗市场

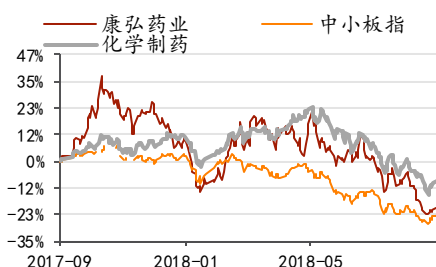
市场数据 2018-09-26

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 40.36 |
| 一年内最低/最高(元) | 35.93/70.40 |
| 市盈率 | 37.7 |
| 市净率 | 7.39 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 净资产收益率(%) | 20.34 |
| 资产负债率(%) | 22.7 |
| 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 | |
| zhangwenlu@ctsec.com | |
| 黄兵 | 联系人 |
| huangb@ctsec.com | |

相关报告

- 1 《002773-中报点评:生物药增长符合预期,康柏西普规模效应开始显现》 2018-08-30
- 2 《002773-事件点评:康柏西普美国 III 期临床试验方案公布,进军国际市场步伐加快》 2018-05-22
- 3 《002773-季报点评:一季报业绩符合预期,康柏西普收入规模效应逐步显现》 2018-05-01

事件:公司于 2018 年 9 月 25 日完成了对 IOptima 公司第二阶段的股权交割,第二阶段股权交割完成后,公司持有标的公司于第一阶段完成后已发行股份(按全面摊薄后计算)的 60%。此前公司于 2018 年 3 月 29 日完成了第一阶段股权交割,第一阶段股权交割完成后公司持有标的公司股份(按全面摊薄计算)的 18.42%。

● 海外投资拟收购 IOptima 公司，进军青光眼治疗市场，有望与康柏西普形成协同效应

公司用自有资金以 4672 万美元现金方式分四阶段投资收购以色列 IOptima Ltd. 公司 100% 股权,最终将取得 IOptimaMate™ 系统在中国的独家经销权。IOptima 公司主要从事眼科医疗器械研发、生产及销售。其旗舰产品 IOptimaMate™,是一款用于青光眼治疗的 CO2 激光手术系统,IOptimaMate™ 手术系统已于 2014 年 2 月获得 CFDA 的认证,在全球 9 个地点(瑞士、西班牙、意大利、以色列、俄罗斯、印度和墨西哥)以 111 名患者为对象开展了多中心临床研究,三年随访数据稳定显示出出色的眼内压降低效果,用药量也显著降低。数据还体现出较高的安全性,术中和术后并发症风险大幅降低。同时已获得欧盟、以色列、加拿大、墨西哥、秘鲁、泰国、中国台湾、哥斯达黎加、阿根廷等国家/地区的上市许可,并将向美国 FDA 提交医疗器械注册申请。IOptimaMate™ 与公司眼科重磅新药康柏西普在销售渠道上有很强的协同性,有望携手开拓眼科市场,进军青光眼治疗细分领域,发展眼科器械和耗材业务,打造眼科治疗的最强组合。同时也是公司实施国际化发展战略的重要举措之一,巩固在国内眼科治疗领域的领先地位,另一方面也有利于加快公司国际化战略步伐。拓展全球市场,为公司开拓新的利润增长点,并提升公司品牌影响力。

● 康柏西普美国 III 期临床稳步推进,国内 2 个适应症有望接连获批
目前康柏西普已获批 wAMD 与 pmCNV 两个适应症,国内市场收益增长强劲;DME 适应症已经进入优先审评,最快有望 2018 年下半年获批,RVO 适应症正处在 III 期临床,有望 2020 年获批。此外,康柏西普在美国的国际多中心 III 期临床试验获得 FDA 临床试验特别方案评审(SPA),目前处于病人入组阶段,相关工作正有序进行中,海外临床进展稳步推进,未来有望抢占百亿美元国际眼底病市场。

● 盈利预测与投资评级

预计公司 2018-20 年净利润 7.88/10.29/13.50 亿元;EPS 分别为 1.17/1.53/2.00 元,对应 PE 为 35/27/20 倍,维持公司“买入”投资评级。

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 | 3,065 | 3,678 | 4,598 |
| 增长率 | 22.4% | 9.7% | 10.0% | 20.0% | 25.0% |
| 归属母公司股东净利润(百万) | 497 | 644 | 788 | 1,029 | 1,350 |
| 增长率 | 26.1% | 29.7% | 22.3% | 30.6% | 31.2% |
| 每股收益(元) | 0.74 | 0.96 | 1.17 | 1.53 | 2.00 |
| 市盈率(倍) | 54.8 | 42.2 | 34.5 | 26.5 | 20.2 |

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 | | | | | | | | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 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 | 3,065 | 3,678 | 4,598 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 244 | 269 | 291 | 324 | 391 | 营业收入增长率 | 22.4% | 9.7% | 10.0% | 20.0% | 25.0% |
| 营业税费 | 46 | 48 | 54 | 64 | 80 | 营业利润增长率 | 27.2% | 41.5% | 16.4% | 28.5% | 29.6% |
| 销售费用 | 1,345 | 1,277 | 1,379 | 1,655 | 2,087 | 净利润增长率 | 26.1% | 29.7% | 22.3% | 30.6% | 31.2% |
| 管理费用 | 387 | 504 | 490 | 552 | 644 | EBITDA 增长率 | 22.4% | 30.5% | 25.4% | 30.1% | 29.6% |
| 财务费用 | -24 | -30 | -42 | -47 | -57 | EBIT 增长率 | 26.2% | 33.8% | 22.7% | 29.3% | 29.9% |
| 资产减值损失 | 1 | 5 | 21 | 22 | 26 | NOPLAT 增长率 | 27.7% | 36.2% | 16.3% | 30.9% | 31.5% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | -55.1% | -51.1% | 142.7% | 119.1% | -31.0% |
| 投资和汇兑收益 | 16 | 30 | 45 | 70 | 100 | 净资产增长率 | 15.0% | 22.0% | 20.1% | 18.3% | 19.9% |
| 营业利润 | 557 | 788 | 916 | 1,178 | 1,526 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 11 | -24 | 15 | 23 | 30 | 毛利率 | 90.4% | 90.3% | 90.5% | 91.2% | 91.5% |
| 利润总额 | 568 | 763 | 931 | 1,201 | 1,556 | 营业利润率 | 21.9% | 28.3% | 29.9% | 32.0% | 33.2% |
| 减:所得税 | 68 | 119 | 140 | 168 | 202 | 净利润率 | 19.6% | 23.1% | 25.7% | 28.0% | 29.4% |
| 净利润 | 497 | 644 | 788 | 1,029 | 1,350 | EBITDA/营业收入 | 23.5% | 27.9% | 31.8% | 34.5% | 35.8% |
| 资产负债表 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | EBIT/营业收入 | 21.0% | 25.6% | 28.5% | 30.7% | 32.0% |
| 货币资金 | 2,386 | 3,102 | 3,577 | 3,878 | 5,099 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 固定资产周转天数 | 59 | 55 | 57 | 57 | 51 |
| 应收账款 | 74 | 169 | 36 | 210 | 97 | 流动营业资本周转天数 | 5 | -21 | -35 | -24 | -27 |
| 应收票据 | 2 | 4 | 1 | 5 | 3 | 流动资产周转天数 | 356 | 410 | 436 | 412 | 393 |
| 预付帐款 | 7 | 14 | 10 | 17 | 16 | 应收帐款周转天数 | 13 | 16 | 12 | 12 | 12 |
| 存货 | 147 | 174 | 174 | 213 | 254 | 存货周转天数 | 18 | 21 | 20 | 19 | 18 |
| 其他流动资产 | 260 | 2 | 157 | 140 | 100 | 总资产周转天数 | 472 | 539 | 584 | 563 | 535 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资资本周转天数 | 76 | 32 | 33 | 62 | 57 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | - | - | 74 | 156 | 252 | ROE | 17.1% | 18.2% | 18.5% | 20.5% | 22.4% |
| 投资性房地产 | - | - | 30 | 60 | 90 | ROA | 13.3% | 14.0% | 14.8% | 16.8% | 18.0% |
| 固定资产 | 409 | 436 | 541 | 621 | 672 | ROIC | 63.3% | 192.1% | 456.4% | 246.1% | 147.6% |
| 在建工程 | 129 | 228 | 284 | 351 | 434 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 159 | 179 | 302 | 412 | 510 | 销售费用率 | 53.0% | 45.8% | 45.0% | 45.0% | 45.4% |
| 其他非流动资产 | 186 | 279 | 178 | 74 | -1 | 管理费用率 | 15.2% | 18.1% | 16.0% | 15.0% | 14.0% |
| 资产总额 | 3,758 | 4,586 | 5,364 | 6,136 | 7,526 | 财务费用率 | -0.9% | -1.1% | -1.4% | -1.3% | -1.2% |
| 短期债务 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 67.3% | 62.8% | 59.6% | 58.7% | 58.2% |
| 应付帐款 | 436 | 352 | 513 | 417 | 701 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 资产负债率 | 22.7% | 22.7% | 20.7% | 17.9% | 19.8% |
| 其他流动负债 | 156 | 227 | 246 | 285 | 337 | 负债权益比 | 29.4% | 29.4% | 26.1% | 21.9% | 24.7% |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 4.85 | 5.98 | 5.21 | 6.36 | 5.36 |
| 其他非流动负债 | 261 | 463 | 350 | 400 | 450 | 速动比率 | 4.60 | 5.68 | 4.98 | 6.06 | 5.12 |
| 负债总额 | 853 | 1,043 | 1,110 | 1,101 | 1,488 | 利息保障倍数 | -22.12 | -23.53 | -20.77 | -24.07 | -25.97 |
| 少数股东权益 | - | - | 4 | 8 | 12 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 675 | 674 | 674 | 674 | 674 | DPS(元) | 0.15 | 0.28 | 0.28 | 0.38 | 0.52 |
| 留存收益 | 2,421 | 2,979 | 3,577 | 4,352 | 5,351 | 分红比率 | 20.4% | 29.3% | 24.1% | 24.6% | 26.0% |
| 股东权益 | 2,905 | 3,543 | 4,255 | 5,035 | 6,037 | 股息收益率 | 0.4% | 0.7% | 0.7% | 0.9% | 1.3% |
| 现金流量表 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 业绩和估值指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润 | 500 | 644 | 788 | 1,029 | 1,350 | EPS(元) | 0.74 | 0.96 | 1.17 | 1.53 | 2.00 |
| 加:折旧和摊销 | 72 | 73 | 101 | 138 | 174 | BVPS(元) | 4.31 | 5.26 | 6.31 | 7.46 | 8.94 |
| 资产减值准备 | 1 | 5 | 21 | 22 | 26 | PE(X) | 54.8 | 42.2 | 34.5 | 26.5 | 20.2 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 9.4 | 7.7 | 6.4 | 5.4 | 4.5 |
| 财务费用 | -4 | 4 | -42 | -47 | -57 | P/FCF | 30.1 | 33.4 | 49.0 | 48.8 | 16.8 |
| 投资收益 | -16 | -30 | -45 | -70 | -100 | P/S | 10.7 | 9.8 | 8.9 | 7.4 | 5.9 |
| 少数股东损益 | 3 | - | 4 | 4 | 4 | EV/EBITDA | 41.4 | 30.6 | 23.9 | 18.2 | 13.3 |
| 营运资金的变动 | 322 | 421 | 78 | -192 | 482 | CAGR(%) | 27.3% | 28.1% | 25.9% | 27.3% | 28.1% |
| 经营活动产生现金流量 | 846 | 767 | 905 | 884 | 1,879 | PEG | 2.0 | 1.5 | 1.3 | 1.0 | 0.7 |
| 投资活动产生现金流量 | -250 | 76 | -390 | -377 | -363 | ROIC/WACC | 6.0 | 18.3 | 43.5 | 23.4 | 14.1 |
| 融资活动产生现金流量 | 98 | -123 | -39 | -206 | -294 | REP | 12.3 | 8.0 | 1.4 | 1.1 | 2.6 |

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。