

康弘药业 (002773)

业绩增速符合预期，期待医保目录落地后产品放量

业绩增速符合预期，生物药板块保持高增速

公司公布 2017 年半年报，2017 年上半年公司实现营业收入 13.69 亿元，同比增长 17.59%，实现归母净利润 2.33 亿元，同比增长 30.84%，实现归母净利润 2.31 亿元，同比增长 29.04%，上半年实现 EPS0.35 元。具体来看，公司中药板块收入同比增长 11.68%，化药板块同比增长 15.35%，生物制品板块收入同比增长 35.91%，康柏西普销量快速增长；子公司层面，康弘生物 2017 年上半年实现净利润 5320 万元，同比增长 163%，经过多年的学术营销和终端推广，康柏西普的盈利能力开始显著提升。展望全年，在中药化药板块保持稳健增长的同时，医保谈判目录在各省逐步落地，我们认为康柏西普销售额有望超过 7 亿元。

康柏西普医保谈判价格维持较好，三重逻辑保证市场空间

康柏西普为我国创新药标杆性品种，临床疗效显著，适应症人群广，我国 50 岁以上老年人 wAMD 发病率高，患者基数大，pmCNV 适应症已获批，糖尿病视网膜病变 DME 适应症临床进展顺利，后续 RVO、新剂型的眼表血管增生适应症的开发，将继续提升产品市场空间；支付方面，本轮医保谈判康柏西普仅降价 17.47% 就获得了进入国家医保目录的入场券，待各省医保落地后产品在下半年开始有望快速放量；国际化方面，预计公司将于年底前开展与阿柏西普的头对头 III 期国际多中心临床试验，一旦未来产品在美国上市，将面临更为广阔的市场，分享 60 亿美元的市场空间。

中药和化药板块稳健增长，未来公司将持续围绕大眼科领域布局

中药和化药领域，公司现阶段主要产品基于中枢神经系列药物和消化系统药物，主要产品包括中枢神经药物阿立哌唑、文拉法辛、松龄血脉胶囊、舒肝解郁胶囊、右佐匹克隆，消化系统用药胆舒胶囊、莫沙必利等。其中，松龄血脉胶囊和舒肝解郁胶囊为公司独家品种，舒肝解郁胶囊在轻度抑郁症治疗领域有独特优势，渴络欣胶囊新进医保目录有望放量；阿立哌唑口崩片、枸橼酸莫沙必利分散片和盐酸文拉法辛缓释片属于公司独家剂型并具有剂型专利，市场竞争格局良好，未来将继续保证公司稳步增长的现金流。同时，公司有望围绕眼科领域，充分利用科室优势，布局系列产品。

盈利预测及投资建议

根据中报情况，我们调整了盈利预测，我们预测公司 2017-19 年 EPS 分别为 1.00/1.32/1.72，当前股价 53.05 元，对应 P/E 分别为 53/40/31 倍，公司作为国内生物创新药标杆性企业，产品结构持续改善，主力产品空间广阔，应给予一定溢价，给予 2018 年 45 倍 P/E，对应股价 59.40 元，维持“增持”评级。

风险提示：终端议价风险，销售不达预期，海外临床进展和适应症拓展不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,074.35	2,540.03	3,075.18	3,775.47	4,707.61
增长率(%)	2,388.00	2,245.00	2,107.00	2,277.00	2,469.00
EBITDA(百万元)	487.09	596.11	770.56	1,013.46	1,315.45
净利润(百万元)	393.81	496.75	672.77	890.22	1,158.37
增长率(%)	4,400.00	2,614.00	3,543.00	3,232.00	3,012.00
EPS(元/股)	0.58	0.74	1.00	1.32	1.72
市盈率(P/E)	90.92	72.08	53.22	40.22	30.91
市净率(P/B)	14.31	12.33	9.75	8.15	6.70
市销率(P/S)	17.26	14.10	11.64	9.48	7.61
EV/EBITDA	71.66	60.09	43.02	31.40	23.76

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	53.05 元
目标价格	59.4 元
上次目标价	61.08 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	674.95
流通 A 股股本(百万股)	70.47
A 股总市值(百万元)	35,806.31
流通 A 股市值(百万元)	3,738.48
每股净资产(元)	4.54
资产负债率(%)	23.03
一年内最高/最低(元)	61.60/41.94

作者

廖庆阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516120003
liaoqingyang@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《康弘药业-公司点评:业绩短期波动长期向好，创新标杆朗沐高增长大空间》
2016-10-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,687.78	2,386.24	2,583.11	3,922.35	4,493.11
应收账款	110.43	73.97	210.76	62.13	92.81
预付账款	17.44	6.95	46.23	16.59	52.48
存货	113.28	147.17	145.51	236.52	226.37
其他	212.27	261.83	168.11	212.04	220.74
流动资产合计	2,141.20	2,876.17	3,153.71	4,449.64	5,085.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	426.17	408.81	459.24	507.60	541.71
在建工程	74.62	128.79	113.27	115.96	99.58
无形资产	202.05	221.46	208.95	196.45	183.95
其他	57.17	122.94	80.30	72.97	84.00
非流动资产合计	759.99	881.99	861.77	892.98	909.24
资产总计	2,901.19	3,758.16	4,015.48	5,342.62	5,994.76
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	172.56	436.49	75.41	632.29	311.77
其他	108.18	156.13	111.22	137.73	127.21
流动负债合计	280.74	592.62	186.63	770.03	438.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	95.45	260.65	151.46	169.19	193.76
非流动负债合计	95.45	260.65	151.46	169.19	193.76
负债合计	376.19	853.27	338.09	939.21	632.75
少数股东权益	23.23	0.00	5.48	12.32	21.06
股本	445.60	674.95	674.95	674.95	674.95
资本公积	673.58	631.65	631.65	631.65	631.65
留存收益	2,056.17	2,421.12	2,996.95	3,716.14	4,665.99
其他	(673.58)	(822.84)	(631.65)	(631.65)	(631.65)
股东权益合计	2,525.00	2,904.89	3,677.39	4,403.41	5,362.00
负债和股东权益总	2,901.19	3,758.16	4,015.48	5,342.62	5,994.76

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	396.99	500.12	672.77	890.22	1,158.37
折旧摊销	71.65	71.97	37.59	41.45	44.77
财务费用	(2.76)	(4.33)	(24.76)	(32.41)	(41.93)
投资损失	(11.36)	(15.58)	(12.71)	(12.71)	(12.71)
营运资金变动	(120.71)	346.09	(552.66)	651.68	(382.73)
其它	148.17	(51.92)	5.77	6.95	8.94
经营活动现金流	481.97	846.35	125.99	1,545.17	774.71
资本支出	105.04	(45.52)	169.19	62.27	25.42
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(366.81)	(204.64)	(216.48)	(129.56)	(62.71)
投资活动现金流	(261.77)	(250.16)	(47.29)	(67.29)	(37.29)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	591.83	21.17	216.23	32.79	42.43
其他	(70.94)	76.78	(98.08)	(171.43)	(209.09)
筹资活动现金流	520.89	97.95	118.15	(138.64)	(166.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	741.09	694.13	196.86	1,339.24	570.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,074.35	2,540.03	3,075.18	3,775.47	4,707.61
营业成本	225.50	243.62	293.63	378.01	463.11
营业税金及附加	32.86	45.66	52.05	63.86	81.31
营业费用	1,097.97	1,345.46	1,577.57	1,849.98	2,259.65
管理费用	306.25	387.10	430.52	523.28	644.47
财务费用	(15.58)	(24.09)	(24.76)	(32.41)	(41.93)
资产减值损失	0.89	1.11	1.15	1.05	1.10
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.36	15.58	12.71	12.71	12.71
其他	(22.72)	(31.15)	(25.43)	(25.43)	(25.43)
营业利润	437.82	556.74	757.73	1,004.42	1,312.60
营业外收入	32.05	35.34	30.14	32.51	32.67
营业外支出	13.48	24.33	17.60	18.47	20.13
利润总额	456.38	567.75	770.28	1,018.46	1,325.14
所得税	59.40	67.63	91.74	121.30	157.82
净利润	396.99	500.12	678.54	897.16	1,167.31
少数股东损益	3.17	3.37	5.77	6.95	8.94
归属于母公司净利润	393.81	496.75	672.77	890.22	1,158.37
每股收益（元）	0.58	0.74	1.00	1.32	1.72

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	23.88%	22.45%	21.07%	22.77%	24.69%
营业利润	32.85%	27.16%	36.10%	32.56%	30.68%
归属于母公司净利润	44.00%	26.14%	35.43%	32.32%	30.12%
获利能力					
毛利率	89.13%	90.41%	90.45%	89.99%	90.16%
净利率	18.98%	19.56%	21.88%	23.58%	24.61%
ROE	15.74%	17.10%	18.32%	20.27%	21.69%
ROIC	62.84%	60.15%	163.17%	84.44%	274.29%
偿债能力					
资产负债率	12.97%	22.70%	8.42%	17.58%	10.56%
净负债率	-24.61%	-45.15%	-41.69%	-50.98%	-55.63%
流动比率	7.63	4.85	16.90	5.78	11.58
速动比率	7.22	4.60	16.12	5.47	11.07
营运能力					
应收账款周转率	19.96	27.55	21.60	27.67	60.77
存货周转率	19.04	19.51	21.01	19.77	20.34
总资产周转率	0.86	0.76	0.79	0.81	0.83
每股指标（元）					
每股收益	0.58	0.74	1.00	1.32	1.72
每股经营现金流	0.71	1.25	0.19	2.29	1.15
每股净资产	3.71	4.30	5.44	6.51	7.91
估值比率					
市盈率	90.92	72.08	53.22	40.22	30.91
市净率	14.31	12.33	9.75	8.15	6.70
EV/EBITDA	71.66	60.09	43.02	31.40	23.76
EV/EBIT	82.67	67.25	45.22	32.74	24.59

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com