长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

康弘药业（002773）

2020-5-27

公司报告 | 点评报告

评级 买入 维持

康柏西普持续放量

分析师 高岳
☎ （8621）61118729
✉ gaoyue@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490517040001
分析师 刘浩
☎ （8621）61118729
✉ liuhao5@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490518060002

报告要点

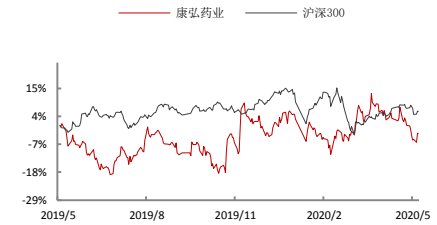
■ 事件描述

2019 年四季度，国家新一轮医保谈判落地，公司康柏西普续约成功，新获批适应症 DME 与 CNV 成功纳入医保。我们通过米内网样本医院销售数据库对康柏西普的放量情况进行了跟踪分析。

■ 事件评论

- **康柏西普降价后放量迅速。**我们跟踪了米内网样本医院季度销售数据，2019 年前三季度，康柏西普销售量为 4.35 万支，同比增长 15.99%；康柏西普医保谈判降价后，第四季度实现 1.58 万支的销售量，同比增长 27.71%，对销售量的拉动巨大。我们认为，医保谈判落地后，康柏西普未来价格压力基本出清，有望进入长期增长通道。
- **康柏西普已经成为公司增长的核心动力。**自 2013 年 12 月 4 日获批上市以来，康柏西普销售额从 2014 年的 7,416 万元提升至 2019 年的 11.55 亿元。在公司营收中的占比也从 2014 年的 4.43%增至 2019 年的 35.47%。此外，公司正在进行康柏西普和阿柏西普头对头的全球多中心 III 期临床试验，未来康柏西普在欧美上市后，有望分享超百亿美元的全球眼科市场。我们认为，随着康柏西普进一步放量，其销售占比有望进一步提高，成为公司业绩增长的核心动力。我们预计，2020 年康柏西普销售额占比有望达到 40%左右，2021 年有望继续提高到 45%左右，拉动公司业绩快速增长。
- **投资建议。**预计公司 2020-2022 年营收分别为 35.40、43.22、51.14 亿元，归母净利润分别为 8.49、10.42、13.06 亿元，分别同比增长 18%、23%、25%。EPS 分别为 0.97、1.19、1.49 元，对应当前股价 PE 分别为 37X、30X、24X。康柏西普海外 III 期进展顺利，未来有望分享全球超百亿美元市场。看好康柏西普的长期成长性，维持“买入”评级。

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《季度收入出现拐点，康柏西普有望进入长期放量通道》2020-2-29

《全球入组完成，欧美市场值得期待》2019-12-24

《医保扩容，康柏西普有望长期放量》2019-12-1

风险提示：
1. 化学药受带量采购影响，产品销售不达预期；
2. 引用第三方数据库数据，可能有实际数据有偏差。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3257	3540	4322	5114
增长率(%)	12%	9%	22%	18%
归属母公司所有者净利润（百万元）	718	849	1042	1306
增长率(%)	3%	18%	23%	25%
每股收益(元)	0.82	0.97	1.19	1.49
净资产收益率（%）	16%	16%	16%	17%

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3257**	**3540**	**4322**	**5114**
营业成本	264	230	281	307
毛利	**2994**	**3310**	**4041**	**4807**
%营业收入	92%	94%	94%	94%
营业税金及附加	41	53	65	77
%营业收入	1%	2%	2%	2%
销售费用	1568	1575	1967	2276
%营业收入	48%	45%	46%	45%
管理费用	403	425	540	563
%营业收入	12%	12%	13%	11%
财务费用	-31	0	0	0
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	23	0	0	0
营业利润	**821**	**973**	**1132**	**1519**
%营业收入	25%	28%	26%	30%
营业外收支	14	14	25	0
利润总额	**835**	**987**	**1157**	**1519**
%营业收入	26%	28%	27%	30%
所得税费用	117	138	116	213
净利润	718	849	1042	1306
归属于母公司所有者的净利润	**718**	**849**	**1042**	**1306**
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	**0.82**	**0.97**	**1.19**	**1.49**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	**812**	**661**	**967**	**1245**
取得投资收益	24	0	0	0
长期股权投资	1	0	0	0
无形资产投资	-44	0	0	0
固定资产投资	-291	0	0	0
其他	-484	-129	-118	-143
投资活动现金流净额	**-794**	**-129**	**-118**	**-143**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	-155	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-188	0	0	0
其他	-42	137	0	0
筹资活动现金流净额	**-230**	**-18**	**0**	**0**
现金净流量	**-209**	**514**	**850**	**1102**

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2284	2798	3647	4749
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	434	462	564	667
存货	263	226	275	301
预付账款	30	26	32	35
其他流动资产	14	18	19	21
流动资产合计	**3025**	**3529**	**4537**	**5772**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	9	9	9	9
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	733	733	733	733
无形资产	319	319	319	319
商誉	215	215	215	215
递延所得税资产	69	69	69	69
其他非流动资产	1458	1600	1743	1885
资产总计	**5827**	**6473**	**7624**	**9002**
短期贷款	0	0	0	0
应付款项	240	149	182	199
预收账款	18	20	24	29
应付职工薪酬	98	86	105	114
应交税费	111	121	148	175
其他流动负债	279	186	213	226
流动负债合计	**747**	**562**	**671**	**743**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	3	3	3
其他非流动负债	457	595	595	595
负债合计	**1206**	**1160**	**1269**	**1341**
归属于母公司	4621	5313	6355	7661
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	**4621**	**5313**	**6355**	**7661**
负债及股东权益	**5827**	**6473**	**7624**	**9002**

基本指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.82	0.97	1.19	1.49
BVPS	5.28	6.07	7.26	8.75
PE	44.13	37.32	30.43	24.27
PEG	13.47	2.05	1.34	0.96
PB	6.86	5.97	4.99	4.14
EV/EBITDA	37.98	29.59	24.68	17.68
ROE	16%	16%	16%	17%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海
浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉
武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京
西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳
深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼(518048)

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。