

康弘药业(002773)

报告日期: 2020年12月6日

加码海外研发, 看放量盼揭盲

——康弘药业 2020 年定增预案点评

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 郭双喜
✉️ : sunjian@stocke.com.cn guoshuangxi@stocke.com.cn

报告导读

公司公告拟定增 34.72 亿, 其中 74% 用于康柏西普 nAMD、RVO 和 DME3 个适应症海外 III 期临床试验的开展以及后续注册上市项目。我们认为这显示公司在康柏西普海外持续研发、推广的决心, 而基于康柏西普在国内有着数十万次患者使用经验, 我们认为保障了全球多中心临床试验安全性, 节奏方面, 我们预计 2021Q1 可能公布中期数据分析结果, 这也将成为康柏西普与阿柏西普非劣的关键数据。从销售数据看康柏西普 2020 年 3-9 月份销售同比增速持续加速, 我们认为 2020Q4-2021 年康柏西普加速放量趋势仍有望延续。

投资要点

□ 定增加码海外研发, 期待 20Q1 数据揭盲

事件: 公司 2020 年 12 月 4 日发布《非公开发行 A 股股票预案》, 拟定增不超过 34.72 亿元, 其中: 19.65 亿元用于康柏西普眼用注射液 RVO/DME 适应症国际 III 期临床试验及注册上市项目 (占比 56.6%), 6.08 亿元用于康柏西普眼用注射液国际 III 期临床试验及注册上市项目 (占比 17.5%), 7.66 亿元用于化学原料药基地建设项目 (占比 22.1%), 1.33 亿元用于道地药材种植基地及育苗中心项目 (占比 3.8%)。

观点: 加码海外临床显信心, 盼海外中期数据揭盲。公司此次定增资金有 74.1% 用于康柏西普 nAMD、RVO 和 DME 适应症在海外 III 期临床试验的开展以及后续注册上市项目, 显示出公司在康柏西普海外推广的决心, 而基于康柏西普在国内有着数十万次患者的使用经验, 我们预计公司康柏西普在全球多中心临床试验中的安全性是有保障的。康柏西普 nAMD 适应症全球多中心 III 期临床试验已于 2019 年 12 月 24 日完成 100% 入组, 2020 年 9 月 25 日, 康柏西普用于治疗 nAMD 的全球 III 期临床试验已完成全部受试者的第 36 周主要终点访视。我们预计将于 2021Q1 公布相关中期数据分析结果, 这也将成为康柏西普在与全球销售额最高的阿柏西普非劣的关键数据。若康柏西普在与阿柏西普头对头的海外 III 期临床试验中, 展现出更低注射频次临床效果与阿柏西普相当, 我们认为有望加快公司在国内市占率提升速度, 进而迎来康柏西普收入端上进一步加速。

□ 医保增量加速兑现, 天花板超预期打开?

康柏西普 2020 年 3-9 月份销售额同比增速持续加速, 2020Q4-2021 年短期加速放量趋势仍有望延续。 从样本医院数据可以看到康柏西普从 2 月份疫情和春节假期影响带来销售额低点以来, 3-9 月份月度销售额同比增速持续提升。2020 年 9 月份康柏西普样本医院销售额同比增速达到 12.72%, 对应销售量同比增速达到 50.38%, 放量明显。我们认为虽然疫情短期影响了康柏西普等药物在医院的销售额, 但是医保降价后直接刺激了需求端更高需求 (这一点可以从康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普在 2020 年 7-9 月份都在持续快速放量可以看出), 而疫情结束后需求端仍有望持续释放从而带动 Q4 业绩持续加速。而基于 2020 年疫情影响下销售额的低基数, 2021 年收入同比 2020 年不再有降价因素的影响,

评级

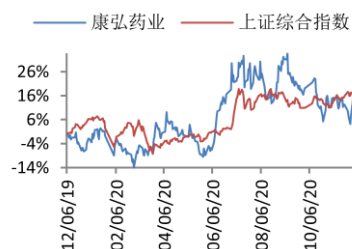
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥44.49

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.28
2Q/2020 0.18
1Q/2020 0.20
4Q/2019 0.19



公司简介

相关报告

- 1《康弘药业更新报告: 行业加速拐点初现, 看好康柏西普进入放量长周期》2020.11.29
- 2《康弘药业 2020 三季报业绩点评: 康柏西普 Q3 加速放量, 期待海外 III 期数据揭盲》2020.10.27
- 3《康弘药业 2020 中报业绩点评: Q2 康柏西普销量放量明显, 看好下半年加速放量》2020.08.26

报告撰写人: 郭双喜
联系人: 郭双喜

因此我们认为康柏西普 2021 年收入端增速有望呈现更快的加速趋势。

□ 盈利预测及估值

我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.85、1.02、1.19 元/股，2020 年 12 月 4 日收盘价对应 PE 为 52 倍（2021 年 44 倍 PE），给予“买入”评级。

□ 风险提示

政策风险、市场竞争风险、创新药临床进展不及预期或者临床开发失败风险、产品销售不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3257.43	3318.55	4015.17	4569.20
(+/-)	11.65%	1.88%	20.99%	13.80%
净利润	718.19	742.88	888.40	1043.26
(+/-)	3.35%	3.44%	19.59%	17.43%
每股收益(元)	0.82	0.85	1.02	1.19
P/E	54.11	52.32	43.75	37.25

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3025.43	4066.95	4787.25	5702.27
现金	2283.75	1686.06	2405.22	3524.79
交易性金融资产	0.00	1600.00	1300.00	1000.00
应收账款	434.49	427.18	662.09	717.91
其它应收款	2.85	2.90	3.51	3.99
预付账款	29.90	33.60	39.67	44.35
存货	263.14	305.91	365.45	399.92
其他	11.31	11.31	11.31	11.31
非流动资产	2801.58	3866.34	4117.34	4355.31
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	8.81	8.81	8.81	8.81
固定资产	732.64	1121.88	1413.63	1670.88
无形资产	318.78	337.98	357.19	376.39
在建工程	540.38	473.59	415.27	378.61
其他	1200.97	1924.07	1922.44	1920.61
资产总计	5827.02	7933.28	8904.59	10057.58
流动负债	747.17	697.53	777.81	893.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	240.27	144.06	160.32	165.14
预收账款	18.18	18.52	22.41	25.50
其他	488.73	534.95	595.09	702.63
非流动负债	459.29	1871.21	1873.82	1868.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	459.29	1871.21	1873.82	1868.11
负债合计	1206.47	2568.73	2651.63	2761.37
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权	4620.55	5364.55	6252.95	7296.21
负债和股东权益	5827.02	7933.28	8904.59	10057.58
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	812.15	674.51	706.63	1082.40
净利润	718.19	742.88	888.40	1043.26
折旧摊销	95.64	74.91	93.24	109.41
财务费用	(30.74)	(45.62)	(35.14)	(63.13)
投资损失	(23.26)	(23.26)	(23.26)	(23.26)
营运资金变动	283.81	(36.66)	(163.34)	44.35
其它	(231.50)	(37.73)	(53.27)	(28.24)
投资活动现金流	(793.95)	(2718.91)	(22.61)	(25.95)
资本支出	(433.45)	(370.00)	(299.31)	(302.65)
长期投资	0.69	0.00	0.00	0.00
其他	(361.20)	(2348.91)	276.70	276.70
筹资活动现金流	(230.25)	1446.71	35.14	63.13
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(230.25)	1446.71	35.14	63.13
现金净增加额	(212.06)	(597.69)	719.16	1119.57

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3257.43	3318.55	4015.17	4569.20
营业成本	263.85	296.42	350.04	391.32
营业税金及附加	41.46	35.51	40.15	45.69
营业费用	1567.51	1596.92	1932.14	2198.74
管理费用	403.15	365.04	401.52	411.23
研发费用	286.94	315.26	401.52	479.77
财务费用	(30.74)	(45.62)	(35.14)	(63.13)
资产减值损失	2.27	3.32	4.02	4.57
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.26	23.26	23.26	23.26
其他经营收益	74.50	74.50	74.50	74.50
营业利润	820.75	849.46	1018.69	1198.77
营业外收支	14.43	14.43	14.43	14.43
利润总额	835.18	863.89	1033.12	1213.20
所得税	116.99	121.01	144.72	169.94
净利润	718.19	742.88	888.40	1043.26
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	718.19	742.88	888.40	1043.26
EBITDA	873.73	889.18	1075.22	1248.49
EPS (最新摊薄)	0.82	0.85	1.02	1.19
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	11.65%	1.88%	20.99%	13.80%
营业利润	3.08%	3.50%	19.92%	17.68%
归属母公司净利润	3.35%	3.44%	19.59%	17.43%
获利能力				
毛利率	91.90%	91.07%	91.28%	91.44%
净利率	22.05%	22.39%	22.13%	22.83%
ROE	16.50%	14.88%	15.29%	15.40%
ROIC	13.66%	12.28%	12.85%	12.87%
偿债能力				
资产负债率	20.70%	32.38%	29.78%	27.46%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.05	5.83	6.15	6.38
速动比率	3.70	5.39	5.68	5.94
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.48	0.48	0.48
应收帐款周转率	9.99	8.49	7.98	7.08
应付帐款周转率	1.54	1.54	2.30	2.40
每股指标(元)				
每股收益	0.82	0.85	1.02	1.19
每股经营现金	0.93	0.77	0.81	1.24
每股净资产	5.29	6.14	7.16	8.35
估值比率				
P/E	54.11	52.32	43.75	37.25
P/B	8.41	7.24	6.22	5.33
EV/EBITDA	34.75	40.39	33.00	27.75

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>