

投资评级 优于大市 维持

拟非公开发行股票募集资金不超过34.72亿元，主要用于康柏西普海外临床

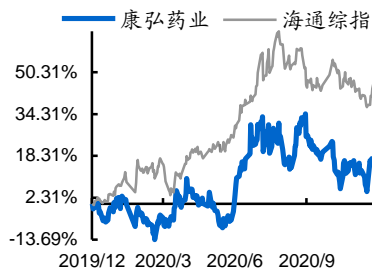
股票数据

12月08日收盘价(元)	42.58
52周股价波动(元)	32.60-52.60
总股本/流通A股(百万股)	922/682
总市值/流通市值(百万元)	39240/29025

相关研究

 《康柏西普恢复增长，海外临床如期进行》
 2020.10.27

 《专业创新，国内眼科蓝海的开拓者》
 2020.07.15

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.5	-6.6	-16.8
相对涨幅(%)	-5.1	-15.8	-23.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

分析师:范国钦

Tel:02123154384

Email:fgq12116@htsec.com

证书:S0850520040001

投资要点:

- **公司公告:**拟向不超过35位投资者定向增发股票，拟募集资金总额不超过34.72亿元，发行股票不超过1.84亿股，不超过总股本的20%。
- **点评**
- **募集资金74.1%用于康柏西普海外临床及注册。**募集资金按照20201208收盘价42.58元/股计算，发行股本约8154万股，约占发行前总股本8.8%。发行资金用途：1)康柏西普注射液国际III期临床试验及注册上市6.08亿元，占比17.5%；2)RVO/DME适应症国际III期临床试验及注册上市19.65亿元，占比56.6%；3)化学原料药基地建设7.66亿元，占比22.1%；4)道地药材种植基地及育苗中心项目1.33亿元，占比3.8%。
- **康柏西普海外临床如期推进，wAMD适应症预计2021年完成临床试验。**康柏西普wAMD适应国际多中心III期临床于2018年5月在欧美正式开始，2019年12月入组完成，2020年9月已完成全部受试者的第36周主要终点访视，公司预计2021年底完成96周的试验访视。另外RVO/DME适应症的III期临床试验的特别试验方案评审(Special Protocol Assessment)已获FDA审评通过。我们预计康柏西普海外市场研发和销售将逐步兑现，公司估值存在较大的弹性。
- **盈利预测与投资建议。**康柏西普销售额恢复增长，海外临床顺利推进，我们认为康柏西普具有广阔的市场空间，公司有潜力成为国内眼科用药龙头。我们预计2020-2022年EPS分别为0.85、1.05、1.32元，考虑到康弘药业化学药和中成药收入增速较慢，参考可比公司估值，我们给予其2021年60-65倍PE，合理价值区间63.00-68.25元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**康柏西普销售不达预期；化学药和中成药销售大幅下滑；康柏西普海外临床失败。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2917	3257	3375	4218	5072
(+/-)YoY(%)	4.7%	11.7%	3.6%	25.0%	20.2%
净利润(百万元)	695	718	786	967	1217
(+/-)YoY(%)	7.9%	3.3%	9.5%	23.0%	25.9%
全面摊薄EPS(元)	0.75	0.78	0.85	1.05	1.32
毛利率(%)	92.2%	91.9%	91.7%	92.4%	92.6%
净资产收益率(%)	17.0%	15.5%	13.5%	13.4%	13.6%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值比较

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
恒瑞医药	90.07	1.20	1.23	1.58	1.98	75.06	73.23	57.01	45.49
长春高新	388.00	8.77	7.18	9.26	11.58	44.24	54.04	41.90	33.51
我武生物	66.06	0.57	0.61	0.83	1.09	115.89	108.30	79.59	60.61

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 备注: 收盘价日期 20201208, 恒瑞医药、长春高新、我武生物为万得一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业收入	3257	3375	4218	5072
每股收益	0.78	0.85	1.05	1.32	营业成本	264	279	323	373
每股净资产	5.01	6.31	7.84	9.73	毛利率%	91.9%	91.7%	92.4%	92.6%
每股经营现金流	0.88	1.33	1.19	1.56	营业税金及附加	41	51	60	71
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%
价值评估 (倍)					营业费用	1568	1620	2014	2432
P/E	54.64	49.92	40.58	32.24	营业费用率%	48.1%	48.0%	47.8%	48.0%
P/B	8.49	6.75	5.43	4.38	管理费用	403	371	515	601
P/S	11.42	11.63	9.30	7.74	管理费用率%	12.4%	11.0%	12.2%	11.9%
EV/EBITDA	37.98	34.53	33.07	26.59	EBIT	695	750	884	1124
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-31	-52	-98	-128
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.9%	-1.5%	-2.3%	-2.5%
毛利率	91.9%	91.7%	92.4%	92.6%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	22.0%	23.3%	22.9%	24.0%	投资收益	23	31	37	42
净资产收益率	15.5%	13.5%	13.4%	13.6%	营业利润	821	916	1121	1415
资产回报率	12.3%	9.3%	9.7%	10.3%	营业外收支	14	0	0	0
投资回报率	12.9%	8.9%	8.8%	9.3%	利润总额	835	916	1121	1415
盈利增长 (%)					EBITDA	790	1065	1091	1327
营业收入增长率	11.7%	3.6%	25.0%	20.2%	所得税	117	130	154	198
EBIT 增长率	6.4%	8.0%	17.9%	27.0%	有效所得税率%	14.0%	14.2%	13.8%	14.0%
净利润增长率	3.3%	9.5%	23.0%	25.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	718	786	967	1217
资产负债率	20.7%	31.4%	27.9%	24.5%					
流动比率	4.05	5.92	6.13	6.33	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	3.66	5.56	5.73	5.94	货币资金	2284	3877	4586	5371
现金比率	3.06	5.04	5.10	5.29	应收账款及应收票据	434	379	546	634
经营效率指标					存货	263	257	325	364
应收帐款周转天数	44.04	32.76	36.39	37.73	其它流动资产	44	43	54	58
存货周转天数	364.02	335.19	368.35	355.85	流动资产合计	3025	4556	5511	6426
总资产周转率	0.56	0.40	0.42	0.43	长期股权投资	9	9	9	9
固定资产周转率	4.45	2.73	2.37	2.05	固定资产	733	1237	1776	2477
					在建工程	540	721	885	1047
					无形资产	319	425	507	585
					非流动资产合计	2802	3919	4503	5444
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	5827	8475	10015	11870
净利润	718	786	967	1217	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	240	170	211	271
非现金支出	98	315	206	204	预收账款	18	18	24	28
非经营收益	-40	41	35	29	其它流动负债	489	581	664	716
营运资金变动	36	85	-116	-16	流动负债合计	747	769	900	1015
经营活动现金流	812	1227	1092	1435	长期借款	0	0	0	0
资产	-963	-1072	-349	-621	其它长期负债	459	1891	1891	1891
投资	156	0	0	0	非流动负债合计	459	1891	1891	1891
其他	13	31	37	42	负债总计	1206	2660	2790	2905
投资活动现金流	-794	-1041	-312	-578	实收资本	874	922	922	922
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4621	5815	7224	8965
股权募资	0	48	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-230	1360	-72	-72	负债和所有者权益合计	5827	8475	10015	11870
融资活动现金流	-230	1408	-72	-72					
现金净流量	-209	1594	709	784					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 08 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
范国钦 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：人福医药,凯莱英,南微医学,华兰生物,片仔癀,迈瑞医疗,贝达药业,鱼跃医疗,泰格医药,万孚生物,贝瑞基因,天宇股份,老百姓,康弘药业,心脉医疗,金城医学,益丰药房,华夏眼科,一心堂,恒瑞医药,通策医疗,吉贝尔,新产业,天坛生物,长春高新,百奥泰-U,爱尔眼科,成都先导,普洛药业,药明康德

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通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。