

康弘药业(002773)

点评报告

行业公司研究——化学制药行业

证券研究报告

超预期，看好业绩和估值提升

——康弘药业 2020 年业绩快报点评

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

报告导读

公司 2020 年利润端超预期，看好 2021 年盈利能力持续提升。考虑到 2020 年低基数以及康柏西普海外 III 期临床数据即将揭盲，2021 年有望迎来业绩和估值向上拐点。

投资要点

□ 2020 年利润端超预期

2020 年业绩快报：公司 2020 年收入和归母净利润增速分别达到 32.95（YOY 1.17%）和 8.39 亿（YOY 16.79%），其中 2020Q4 实现收入和归母净利润 9.47（YOY 11.73%）和 2.60 亿（YOY 56.48%），利润端超出我们先前预期。

从业务拆分来看：1）我们预计 2020 年康柏西普销售额同比 2019 年略有下滑（根据我们预测可能同比下滑-3.4%）。根据样本医院销售数据显示 2020 年康柏西普销售额下滑-6.87%，考虑到样本医院数据和实际终端销售会有所偏差，我们预计 2020 年康柏西普收入同比下滑 3.4%。2020 年康柏西普新增 DME 和 pmCNV 适应症进入医保后价格降幅达到 24.36%，根据收入端预测数据我们预计康柏西普在 2020 年整体销售量有可能实现 25%-30%同比增长。正如我们三季报中提到的，2020 年 2-9 月份康柏西普样本医院数据显示，康柏西普在疫情缓解后呈现逐月放量的趋势，从目前样本医院数据来看，2020Q4 康柏西普收入同比放缓至 4%附近。但是考虑到康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普在进入医保后均呈现出较好的放量趋势，我们仍然认为抗 VEGF 抑制剂在眼底病用药达到了向上加速的阶段，维持对康柏西普 2021 年持续放量的预期。2）参考 2020 三季报业绩，我们预计中药和化药板块 2020 年分别实现 2.1%和 4.8%同比增长。

□ 2021 年：看好盈利能力持续提升

2020 年盈利能力明显提升，看好 2021 年费用率持续改善趋势。2020 年净利率创历史新高达到 25.46%（同比 2019 年提升 3.41pct），其中 2020Q4 净利率为 27.46%（同比 2019Q4 提升 11.89pct）。我们预计可能跟公司销售费用率出现明显改善相关（正如业绩快报里提到的，公司通过不断优化学术推广方式，有可能降低了部分销售费用），另一方面公司也在不断提升经营效率，加强费用控制。因此我们预计公司 2020 Q4 销售费用率和管理费用率下降最为明显。鉴于公司不断优化学术推广方式和提升管理效率，我们预计 2021 年整体费用率仍有望持续改善，看好 2021 年经营效率持续提升带来盈利能力进一步提升。

□ 2021 年：有望迎来业绩和估值向上拐点

业绩：2021 年有望加速。鉴于 2020 年受到疫情影响使得康柏西普收入基数较低，我们预计 2021 年收入端有望实现更快的放量，因此我们看好康柏西普 2021 年收入端加速，从而带来公司整体业绩向上加速。

估值：海外 III 期临床数据若取得积极结果有望打开估值天花板。我们预计康柏西普 wAMD 适应症海外 III 期临床中期数据预计在 2020Q1 揭盲。根据公司公告，康柏西普海外 III 期临床已于 9 月底完成全部受试者的第 36 周主要终点

评级

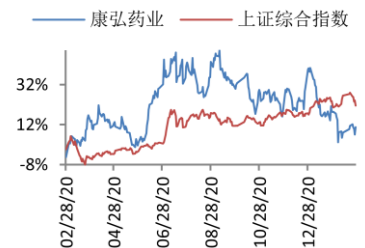
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 38.02

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

公司是一家致力于中成药、化学药及生物制品的研发、生产、销售及售后服务的医药集团。

相关报告

- 1《【浙商医药】康弘药业 2020 年定增预案点评：加码海外研发，看放量盼揭盲》2020.12.06
- 2《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
- 3《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
- 4《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：孙建
联系人：郭双喜

访视，我们预计 2021Q1 会公布海外多中心 III 期临床中期数据，有望验证与阿柏西普头对头非劣性疗效。我们认为，若 wAMD 适应症海外临床数据在更低注射频次（康柏西普 3+Q3M 方案 vs 阿柏西普 3+Q2M 方案）下能够表现出与阿柏西普非劣效数据，则不仅有利于海外市场放量，也将反过来对国内医生和患者的教育带来正向影响，有望加快康柏西普国内市场进一步放量。因此我们预计若康柏西普与阿柏西普头对头 III 期临床数据积极，有望进一步打开公司估值天花板。

□ 盈利预测及估值

考虑到公司 2020 年净利润超出我们先前预期，我们对公司盈利预测进行上调。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.96、1.18、1.40 元/股，2021 年 2 月 26 日收盘价对应 2020 年 PE 为 40 倍（2021 年为 32 倍 PE），维持“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	3295	3985	4574
(+/-)	11.65%	1.17%	20.92%	14.79%
净利润	718	839	1035	1219
(+/-)	3.35%	16.79%	23.36%	17.83%
每股收益（元）	0.82	0.96	1.18	1.40
P/E	46.24	39.60	32.10	27.24

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3025	4160	5019	6116	营业收入	3257	3295	3985	4574
现金	2284	1784	2654	3944	营业成本	264	295	339	385
交易性金融资产	0	1600	1300	1000	营业税金及附加	41	35	40	46
应收账款	434	424	657	719	营业费用	1568	1529	1833	2081
其它应收款	3	3	3	4	管理费用	403	313	359	389
预付账款	30	33	38	44	研发费用	287	303	359	435
存货	263	304	354	394	财务费用	(31)	(47)	(39)	(71)
其他	11	11	11	11	资产减值损失	2	3	4	5
非流动资产	2802	3866	4117	4355	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	23	23	23	23
长期投资	9	9	9	9	其他经营收益	74	74	74	74
固定资产	733	1122	1414	1671	营业利润	821	961	1189	1403
无形资产	319	338	357	376	营业外收支	14	14	14	14
在建工程	540	474	415	379	利润总额	835	975	1203	1418
其他	1201	1924	1922	1921	所得税	117	137	169	199
资产总计	5827	8026	9136	10471	净利润	718	839	1035	1219
流动负债	747	695	767	889	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	718	839	1035	1219
应付款项	240	143	155	163	EBITDA	873.73	999.45	1241.03	1444.68
预收账款	18	18	22	26	EPS (最新摊薄)	0.82	0.96	1.18	1.40
其他	489	533	589	701	主要财务比率				
非流动负债	459	1871	1874	1868		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	459	1871	1874	1868	营业收入	11.65%	1.17%	20.92%	14.79%
负债合计	1206	2566	2641	2757	营业利润	3.08%	17.08%	23.71%	18.04%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	3.35%	16.79%	23.36%	17.83%
归属母公司股东权益	4621	5460	6495	7714	获利能力				
负债和股东权益	5827	8026	9136	10471	毛利率	91.90%	91.05%	91.49%	91.58%
					净利率	22.05%	25.45%	25.97%	26.65%
					ROE	16.50%	16.64%	17.31%	17.16%
					ROIC	13.66%	13.71%	14.48%	14.31%
					偿债能力				
					资产负债率	20.70%	31.97%	28.91%	26.33%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.05	5.99	6.54	6.88
					速动比率	3.70	5.55	6.08	6.44
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.48	0.46	0.47
					应收帐款周转率	9.99	8.46	7.98	7.11
					应付帐款周转率	1.54	1.54	2.27	2.42
					每股指标(元)				
					每股收益	0.82	0.96	1.18	1.40
					每股经营现金	0.93	0.88	0.98	1.42
					每股净资产	5.29	6.25	7.44	8.83
					估值比率				
					P/E	46.24	39.60	32.10	27.24
					P/B	7.19	6.08	5.11	4.31
					EV/EBITDA	34.75	30.18	23.83	19.78

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>