

公司研究

Q4 业绩超预期，康柏西普海外临床进展顺利

——康弘药业（002773.SZ）2020 年业绩快报点评

要点

事件：公司发布 2020 年业绩快报，营业收入 32.95 亿元，同比+1.17%；归母净利润 8.39 亿元，同比+16.79%；EPS 0.96 元。业绩超市场预期。

点评：

业绩逐季复苏，康柏西普增速逐步恢复：公司 2020Q1~Q4 单季度营业收入分别为 6.33/7.61/9.55/9.47 亿元，同比-11.76%/-5.13%/+7.15%/+11.76%；归母净利润 1.77/1.58/2.44/2.60 亿元，同比-16.30%/+22.20%/+15.32%/+56.53%。随着新冠疫情的影响逐步减弱，公司业绩环比呈逐季复苏态势，其中四季度由于 2019 年基数较低而呈现同比高速增长，利润端增速快于收入端增速，估计是由于优化学术推广方式、强化经营管控等方式加强了费用控制。2020Q1~Q3，康柏西普在样本医院的销售额分别为 0.48/0.87/1.17 亿元，同比-39.41%/-17.08%/+1.13%，环比-55.17%/+81.28%/+33.60%，2020Q3 的销售额市占率为 42%，估计医院终端的客流量、眼底病患者需求已经基本恢复正常，康柏西普将逐步恢复到高速增长的状态。

康柏西普海外临床进展顺利，后续研发梯队丰富：康柏西普的国际多中心 III 期临床试验已经于 2020 年 9 月完成所有受试者的 36 周核心治疗期，正在进行安全性观察、数据整理、数据分析等工作，有望在近期披露临床数据并提交上市申请。其他研发项目也正在有序推进中，在生物药方面，眼底病抗体 KH621 已进入工艺开发阶段、眼底病双功能抗体 KH634 已基本完成发现阶段开发、肿瘤抗体 KH801 在发现阶段研发进展顺利、通过 AAV 递送康柏西普基因的产品 KH631 预计 2022 年提交临床申请、DME 新药 KH805 和 2 型糖尿病新药 KH806 均处于临床前研究阶段。小分子创新药方面，治疗脑胶质瘤的 KH617 计划在 2021 年同时提交中美临床申请，眼科新靶点药物 KH615 和治疗抑郁症的 KH607 均处于临床前阶段。

盈利预测、估值与评级：康柏西普是稀缺的具有全球竞争力的创新药，海外市场逐步拓展，公司前景广阔。公司 2020 年业绩超出我们此前预期，参考业绩快报上调 2020 年归母净利润预测为 8.39 亿元，维持 2021-2022 年归母净利润预测为 10.30/13.01 亿元，同时考虑可转债转股和注销回购股份导致的股本变动，2020-2022 年 EPS 预测对应调整为 0.91/1.12/1.42 元，归母净利润同比增长 16.79%/22.78%/26.33%，现价对应 PE 为 45/37/29 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续；诉讼风险；生物药放量不及预期；研发风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,917	3,257	3,295	4,066	4,933
营业收入增长率	4.70%	11.65%	1.17%	23.38%	21.34%
净利润（百万元）	695	718	839	1,030	1,301
净利润增长率	7.88%	3.35%	16.79%	22.78%	26.33%
EPS（元）	1.03	0.82	0.91	1.12	1.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.02%	15.54%	11.92%	13.18%	14.78%
P/E	40	50	45	37	29
P/B	6.8	7.8	5.4	4.8	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-01

买入（维持）

当前价：41.05 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003
021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

分析师：王明瑞

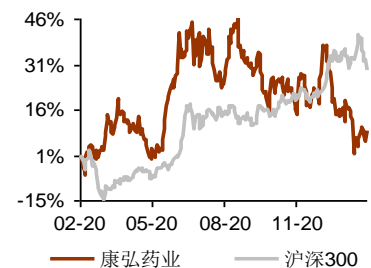
执业证书编号：S0930520080004
010-57378027

wangmingrui@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	9.19
总市值(亿元):	377.44
一年最低/最高(元):	32.98/52.60
近 3 月换手率:	33.16%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.11	-15.00	-15.46
绝对	3.13	-8.06	17.69

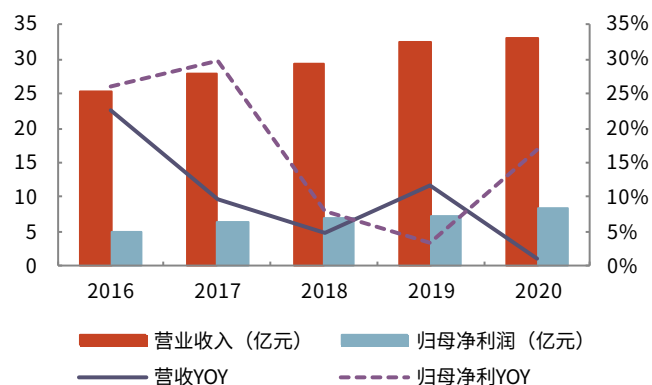
资料来源：Wind

相关研报

康柏西普 Q3 销量大幅增长 42%，海外新适应症临床开展在即——康弘药业（002773.SZ）2020 年三季报点评（2020-10-27）
Q2 业绩环比改善明显，朗沐 20Q2 销量增长超 10%——康弘药业（002773.SZ）2020 年中报点评（2020-08-25）

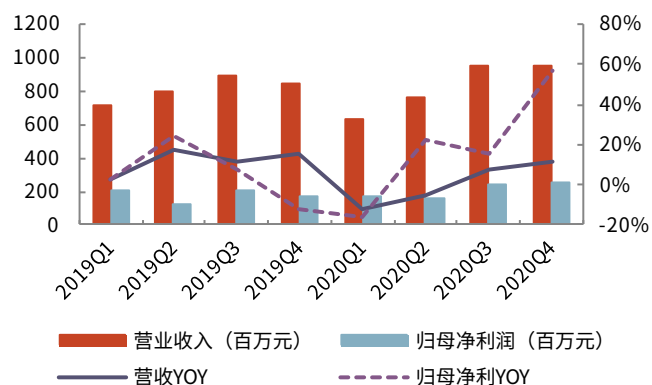
1、附录

图 1：公司 2016-2020 收入利润情况



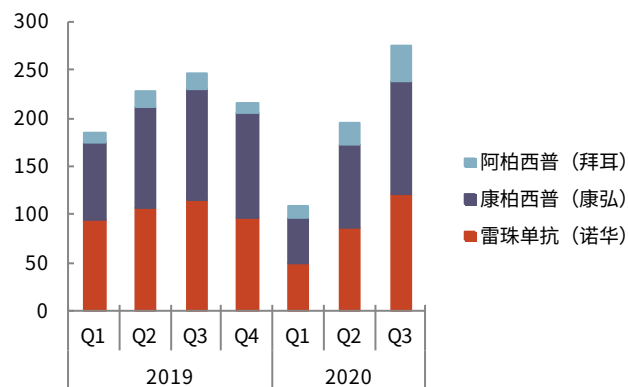
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 2：公司 2019-2020 单季度收入利润情况



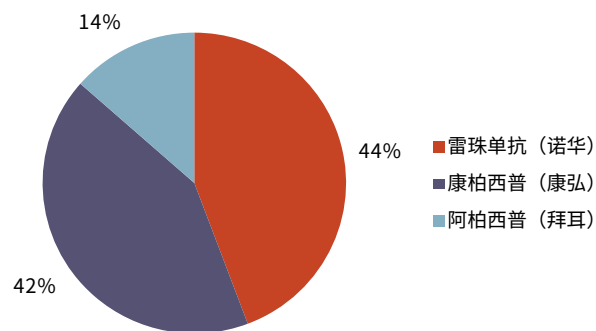
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 3：眼底病抗体药样本医院销售额（百万元）



资料来源：PDB、光大证券研究所

图 4：眼底病抗体药 2020Q3 样本医院销售额市占率



资料来源：PDB、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,917	3,257	3,295	4,066	4,933
营业成本	229	264	303	381	454
折旧和摊销	74	93	108	153	204
税金及附加	44	41	40	50	60
销售费用	1,376	1,568	1,443	1,763	2,075
管理费用	386	403	347	423	488
研发费用	230	287	305	395	503
财务费用	-46	-31	-44	-61	-52
投资收益	28	23	24	29	35
营业利润	796	821	995	1,227	1,551
利润总额	799	835	988	1,211	1,527
所得税	105	117	149	181	226
净利润	695	718	839	1,030	1,301
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	695	718	839	1,030	1,301
EPS	1.03	0.82	0.91	1.12	1.42

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	351	812	831	1,121	1,438
净利润	695	718	839	1,030	1,301
折旧摊销	74	93	108	153	204
净营运资金增加	609	-67	75	511	587
其他	-1,027	68	-191	-574	-654
投资活动产生现金流	-756	-794	-1,510	-1,371	-1,365
净资本支出	-458	-963	-1,526	-1,400	-1,400
长期投资变化	9	9	0	0	0
其他资产变化	-307	160	16	29	35
融资活动现金流	-205	-230	1,622	-116	519
股本变化	-1	200	46	0	0
债务净变化	0	0	0	0	692
无息负债变化	68	96	6	360	387
净现金流	-608	-209	943	-366	592

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	92.2%	91.9%	90.8%	90.6%	90.8%
EBITDA 率	27.5%	26.6%	31.6%	32.1%	33.9%
EBIT 率	24.7%	23.6%	28.4%	28.3%	29.8%
税前净利润率	27.4%	25.6%	30.0%	29.8%	30.9%
归母净利润率	23.8%	22.0%	25.5%	25.3%	26.4%
ROA	13.4%	12.3%	10.2%	11.0%	11.4%
ROE (摊薄)	17.0%	15.5%	11.9%	13.2%	14.8%
经营性 ROIC	17.3%	14.4%	13.0%	12.6%	13.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	21%	21%	15%	17%	23%
流动比率	5.50	4.05	5.37	3.78	2.36
速动比率	5.10	3.70	4.96	3.42	2.14
归母权益/有息债务	-	-	-	-	12.73
有形资产/有息债务	-	-	-	-	12.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 20-22 年每股指标按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	5,195	5,827	8,246	9,384	11,454
货币资金	2,493	2,284	3,227	2,861	3,453
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	259	393	396	482	588
应收票据	157	41	42	52	63
其他应收款 (合计)	9	3	3	3	4
存货	254	263	301	376	446
其他流动资产	215	11	15	92	179
流动资产合计	3,413	3,025	4,019	3,910	4,784
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	9	9	9	9	9
固定资产	442	733	958	1,248	1,568
在建工程	398	540	930	1,223	1,442
无形资产	275	319	595	761	918
商誉	215	215	215	215	215
其他非流动资产	70	139	147	147	147
非流动资产合计	1,782	2,802	4,227	5,474	6,670
总负债	1,111	1,206	1,212	1,572	2,650
短期借款	0	0	0	0	692
应付账款	102	240	276	347	413
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	19	18	18	23	28
其他流动负债	-15	21	29	183	356
流动负债合计	620	747	749	1,034	2,027
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	146	179	183	258	343
非流动负债合计	491	459	463	538	623
股东权益	4,084	4,621	7,034	7,812	8,804
股本	674	874	919	919	919
公积金	934	710	2,323	2,366	2,366
未分配利润	2,527	3,037	3,792	4,527	5,519
归属母公司权益	4,084	4,621	7,034	7,812	8,804
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	47.15%	48.12%	43.79%	43.35%	42.05%
管理费用率	13.23%	12.38%	10.52%	10.41%	9.89%
财务费用率	-1.58%	-0.94%	-1.33%	-1.50%	-1.05%
研发费用率	7.90%	8.81%	9.25%	9.71%	10.20%
所得税率	13%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.28	0.00	0.27	0.34	0.42
每股经营现金流	0.52	0.93	0.90	1.22	1.56
每股净资产	6.06	5.29	7.65	8.50	9.58
每股销售收入	4.33	3.73	3.58	4.42	5.37

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	40	50	45	37	29
PB	6.8	7.8	5.4	4.8	4.3
EV/EBITDA	34.2	41.5	35.3	28.9	23.0
股息率	0.7%	0.0%	0.7%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------