

# 降价幅度好于预期，医保覆盖患者扩至三倍

## ——康弘药业 (002773.SZ) 事件点评

公司简报

### ◆事件：

近日，国家医保局、人社部正式公布了谈判药品准入结果，康柏西普医保覆盖 AMD、DME、CNV 三大适应症，医保支付标准为 4160 元/支，仅下降 25%，好于市场预期。另外，每眼第 1 年度最多支付 5 支（阿柏西普、雷珠单抗和康柏西普合并计算），原先为 1 年限 4 支，该调整超预期。

### ◆点评：

**医保覆盖患者扩至三倍，朗沐提速在即。**康柏西普原先医保仅覆盖 AMD 适应症，国内患者数约 300 万人，本次新增 DME、CNV 两个适应症，对应国内约 600 万患者，理论上医保覆盖人数扩至原先 3 倍。该类品种国内渗透率仅 2%，且每个病人年均注射不到 3 支，远低于当前报销和推荐使用标准，渗透率和单人用量均有巨大提升空间。另外，相比于竞品，康柏西普注射频次最低，在“限 5 支”的报销策略下，优势明显。估计 19Q1-3 康柏西普收入增长 30% 左右，后续有望提速。

**新适应症+全球化，朗沐天花板达百亿。**康柏西普 RVO 适应症正在国内进行 3 期临床，未来有望完成 4 大适应症全覆盖。假设 2025 年国内四大适应症对应患者 1500 万人，该类药物渗透率 5%，康柏西普市占率 55%，单人年用药 4.5 支，出厂价 3000 元/支，则康柏西普国内收入 54 亿。另外，国际多中心 3 期临床（AMD）已在全球多地入组患者。截至 2019 年 9 月，估计其海外入组患者数已经过半。DME、RVO 适应症的全球多中心临床也将开展。2018 年全球 VEGF 眼科用药市场超 100 亿美元，预计 2025 年康柏西普海外有望抢占 5% 份额。康柏西普全球销售峰值有望达百亿。值得注意的是，针对转移性结直肠癌适应症的 KH903 的临床二期试验，正在加速推进，有望成为公司下一款大品种。

**◆盈利预测与估值：**康柏西普降价幅度好于预期，同时新增 DME、CNV 医保覆盖，海外市场正逐步拓展，有望加速放量；KH903 加速二期临床，公司长期前景广阔。我们暂时维持公司 19-21 年 EPS 预测为 1.03/1.27/1.58 元，同比+30%/24%/24%，对应 19-21 年 PE 为 36/29/23 倍，维持“增持”评级。

**◆风险提示：**诉讼风险；生物药放量不及预期；研发风险；传统药下滑。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,786	2,917	3,294	3,817	4,379
营业收入增长率	9.70%	4.70%	12.92%	15.88%	14.73%
净利润（百万元）	644	695	902	1,115	1,386
净利润增长率	29.68%	7.88%	29.74%	23.64%	24.32%
EPS（元）	0.74	0.79	1.03	1.27	1.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.18%	17.02%	18.61%	19.59%	20.56%
P/E	50	46	36	29	23
P/B	9.1	7.9	6.7	5.7	4.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 28 日

### 增持（维持）

当前价：36.86 元

### 分析师

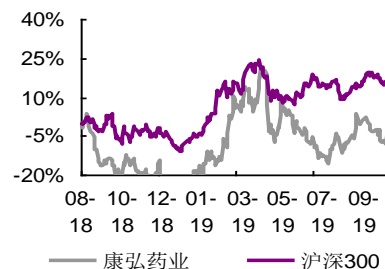
林小伟（执业证书编号：S0930517110003）  
021-52523871  
[linxiaowei@ebcn.com](mailto:linxiaowei@ebcn.com)

宋硕（执业证书编号：S0930518060001）  
021-52523872  
[songshuo@ebcn.com](mailto:songshuo@ebcn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：8.76  
总市值(亿元)：322.75  
一年最低/最高(元)：24.62/44.58  
近 3 月换手率：25.48%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.94	0.59	10.81
绝对	10.06	1.78	33.93

资料来源：Wind

### 相关研报

业绩稳健增长，朗沐最大适应症 DME 有望纳入医保——康弘药业 (002773.SZ) 2019 年三季报点评  
.....2019-10-31  
19Q2 业绩大幅回升，康柏西普利润贡献首次过半——康弘药业 (002773.SZ) 2019 年中报点评  
.....2019-08-25  
康柏西普最大适应症 DME 顺利获批，后续有望纳入医保——康弘药业 (002773.SZ) 公告点评  
.....2019-05-16

## 附录:

**2014年, 新生血管性眼底病国内患病人群约1160万人。**新生血管性眼底病主要包含四大症状: 年龄相关湿性黄斑变性(wAMD)、糖尿病黄斑水肿(DME)、脉络膜新生血管(pmCNV)和视网膜静脉阻塞(RVO)。根据公司招股说明书披露的信息, 2014年我国新生血管性眼底病国内患者人数达1160万。考虑到我国老龄化持续, 以及糖尿病高发, 假设患病人群2014-2025年每年增加2.5%, 则2019年我国患病人数约1300万人, 2025年约1500万人。

表1: 2014年, 国内新生血管性眼底病患者约1160万人

适应症	简介	发病率	14年我国患者数
年龄相关湿性黄斑变性(wAMD)	AMD是导致65岁以上人群视力下降的主因之一, 其中wAMD只占AMD发病数的20%, 但却造成了80-90%的不可逆中心视力丧失。	根据上海交通大学附属第一人民医院所做的流行病学研究, 我国60岁以上人群AMD的患病率为13.36%, 患者中湿性患者占14%。根据国家统计局数据, 截至13年我国65岁及以上老龄人口总数超过1.31亿; 南方所数据线索, 我国AMD患者约有2140万人, 其中wAMD患者约为300万人。	300万
糖尿病黄斑水肿(DME)	DME是糖尿病的常见并发症之一, 多发于病程较长的糖尿病患者。	目前, 我国糖尿病患者数约4000万人, 根据上海交通大学附属第一人民医院所做的流行病学研究, 上海市糖尿病患者平均并发DME比例为10%。由此推断, 我国DME患者总数约为400万人。	400万
继发于病理性近视的脉络膜新生血管(pmCNV)	pmCNV是病理性近视(PM)的继发病, 是中青年视力丧失的主要原因。	在欧美, 生理性近视与病理性近视的比例分别为23%与2%。亚洲人群生理性近视发病率高达40-50%, 相应的比例性近视比例也高于欧美。pmCNV发病率大约占PM的5-10%。我国目前20-60岁城市人口总数约为4亿人, 据南方所测算, 我国病理性近视继发CNV的患者数约为160万人。	160万
视网膜静脉阻塞(RVO)	RVO是最常见的视网膜血管病之一, 大部分病例发生在中年以上。	在我国, 视网膜静脉阻塞50岁以上的总体发病率约为1.5%, 全国50岁以上的城市人口约为2亿人, 预计全国RVO患者总数约为300万人。	300万
合计			1160万

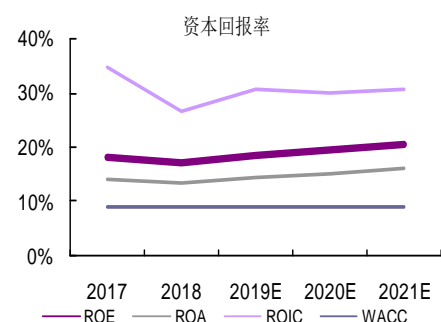
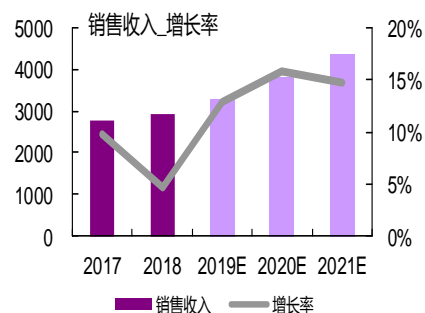
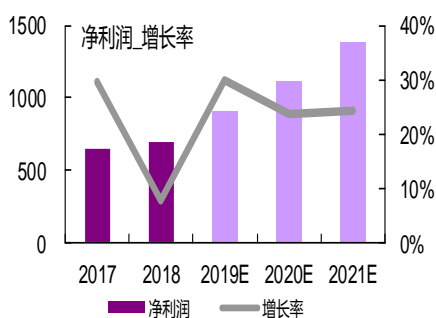
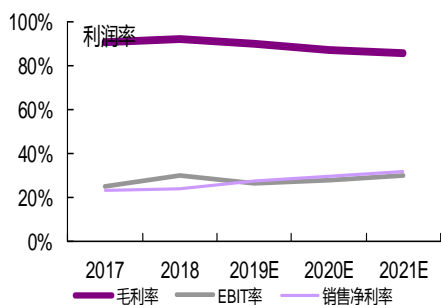
资料来源: 康弘药业招股说明书、光大证券研究所

表2: 三款抗VEGF眼科用药信息

品种	雷珠单抗	康柏西普	阿柏西普
研发企业	Genetech (罗氏子公司)、诺华	康弘药业	再生元、拜耳
销售企业	Genetech (美国) 诺华 (其他)	康弘药业	再生元 (美国) 日本参天制药 (日本) 拜耳 (其他)
药物类型	单抗	融合蛋白	融合蛋白
分子量	48 KD	142 KD	115 KD
作用靶点	VEGF-A	VEGF-A、VEGF-B、PIGF	VEGF-A、VEGF-B、PIGF
海外上市时间	2006年	--	2011年
国内上市时间	2011年	2014年	2018年
获批适应症	美国 FDA	wAMD (正在临床3期)	wAMD (2011.11.21) CRVO (2012.9.25) DME (2014.10.9) BRVO (2015.2) DR (2015.3.26)
	欧盟 EMA	wAMD (正在临床3期)	wAMD (2012.11) CRVO (2013.8)

		RVO (2011.6) pmCNV (2013.5) CNV (2016.12)		DME (2014.8) BRVO (2015.2) pmCNV (2015.10)
	日本 PMDA	wAMD (2009.1) pmCNV (2013.8) RVO (2013.8) DME (2014.2)	wAMD (正在临床 3 期)	wAMD (2012.9.8) CRVO (2013.11) pmCNV (2014.9) DME (2014.11) BRVO (2015.6)
	中国 NMPA	wAMD (2011.12) RVO (2018.5) DME (2018.11) CNV (2018.11)	wAMD (2013.11) pmCNV (2017.5) DME (2019.5) RVO (正在临床 3 期)	DME (2018.2) wAMD (2018.5)
美国定价		2044 美元/支	--	1940 美元/支
欧洲定价		1209 美元/支 (欧盟) 725 美元/支 (英国)	--	825 美元/支 (欧盟) 1034 美元/支 (英国)
日本定价		1426 美元/支	--	1254 美元/支
国内定价 (本次医保谈判前)		5700 元/支	5550 元/支	5850 元/支
国内定价 (本次医保谈判)		未披露	4160 元/支	未披露
用法用量	推荐剂量	0.5mg/次	0.5mg/次	2.0mg/次
	注射频次 (AMD)	每月一支 一年 12 支	3 个月内每月一支, 之后每 3 个月一支, 一年最多 6 支	3 个月内每月一支, 之后每 2 个月一支, 一年最多 7-8 支
国内医保政策		国家医保乙类 (AMD、DME、CNV、RVO, 每年最多支付 5 支)	国家医保乙类 (AMD、DME、CNV, 每年最多支付 5 支)	国家医保乙类 (AMD、DME, 每年最多支付 5 支)

资料来源: NMPA、FDA、EMA、PMDA、药品说明书、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,786</b>	<b>2,917</b>	<b>3,294</b>	<b>3,817</b>	<b>4,379</b>
营业成本	269	229	331	497	639
折旧和摊销	73	81	22	38	55
营业税费	48	44	49	56	63
销售费用	1,277	1,376	1,476	1,574	1,661
管理费用	504	386	576	634	691
财务费用	-30	-46	-80	-97	-106
公允价值变动损益	0	0	15	55	85
投资收益	30	28	35	45	50
<b>营业利润</b>	<b>788</b>	<b>796</b>	<b>1,006</b>	<b>1,249</b>	<b>1,557</b>
<b>利润总额</b>	<b>763</b>	<b>799</b>	<b>1,036</b>	<b>1,279</b>	<b>1,587</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>644</b>	<b>695</b>	<b>902</b>	<b>1,115</b>	<b>1,386</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>4,586</b>	<b>5,195</b>	<b>6,319</b>	<b>7,397</b>	<b>8,574</b>
流动资产	3,464	3,413	4,193	5,017	5,908
货币资金	3,102	2,493	3,434	3,917	4,440
交易型金融资产	0	0	0	55	140
应收帐款	167	259	191	264	316
应收票据	4	157	61	94	141
其他应收款	2	9	7	7	10
存货	174	254	261	422	586
可供出售投资	0	0	227	200	200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	9	9	9	9
固定资产	436	442	671	890	1,101
无形资产	179	275	310	343	384
<b>总负债</b>	<b>1,043</b>	<b>1,111</b>	<b>1,473</b>	<b>1,707</b>	<b>1,833</b>
无息负债	1,043	1,111	1,473	1,707	1,833
有息负债	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>3,543</b>	<b>4,084</b>	<b>4,846</b>	<b>5,690</b>	<b>6,741</b>
股本	674	674	876	876	876
公积金	930	934	822	857	857
未分配利润	2,049	2,527	3,150	3,959	5,011
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>767</b>	<b>351</b>	<b>1,337</b>	<b>904</b>	<b>1,041</b>
净利润	644	695	902	1,115	1,386
折旧摊销	73	81	22	38	55
净营运资金增加	-6	575	-360	282	405
其他	55	-999	773	-530	-804
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>76</b>	<b>-756</b>	<b>-336</b>	<b>-248</b>	<b>-290</b>
净资本支出	-313	-458	8	-320	-340
长期投资变化	0	9	0	0	0
其他资产变化	389	-307	-344	72	50
<b>融资活动现金流</b>	<b>-123</b>	<b>-205</b>	<b>-60</b>	<b>-173</b>	<b>-228</b>
股本变化	-1	-1	202	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	189	68	362	234	126
<b>净现金流</b>	<b>715</b>	<b>-608</b>	<b>941</b>	<b>483</b>	<b>523</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	9.70%	4.70%	12.92%	15.88%	14.73%
净利润增长率	29.68%	7.88%	29.74%	23.64%	24.32%
EBITDA 增长率	28.32%	26.93%	-6.46%	21.39%	25.81%
EBIT 增长率	32.02%	28.70%	-0.36%	20.10%	25.17%
<b>估值指标</b>					
PE	50	46	36	29	23
PB	9	8	7	6	5
EV/EBITDA	30	25	33	27	21
EV/EBIT	34	27	34	28	22
EV/NOPLAT	40	31	39	32	25
EV/Sales	8	8	9	8	7
EV/IC	14	8	12	10	8
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	90.34%	92.17%	89.96%	86.98%	85.41%
EBITDA 率	27.13%	32.89%	27.24%	28.54%	31.30%
EBIT 率	24.50%	30.12%	26.57%	27.54%	30.05%
税前净利润率	27.38%	27.40%	31.44%	33.50%	36.25%
税后净利润率 (归属母公司)	23.12%	23.82%	27.37%	29.20%	31.64%
ROA	14.05%	13.38%	14.27%	15.07%	16.16%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.18%	17.02%	18.61%	19.59%	20.56%
经营性 ROIC	34.55%	26.66%	30.55%	29.97%	30.65%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	5.98	5.50	4.26	4.12	4.39
速动比率	5.68	5.10	3.99	3.77	3.96
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.74	0.79	1.03	1.27	1.58
每股红利	0.22	0.22	0.31	0.38	0.47
每股经营现金流	0.88	0.40	1.53	1.03	1.19
每股自由现金流(FCFF)	0.40	-0.21	1.30	0.41	0.53
每股净资产	4.05	4.66	5.53	6.50	7.70
每股销售收入	3.18	3.33	3.76	4.36	5.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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会与，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 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼